

'26년 하반기

글로벌 매크로 및 금융시장 전망

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

Talking Point

01 | 상반기 리뷰 (금융시장, 매크로)

02 | AI Economy

AI사이클 : 학습에서 추론의 시대로 (토큰 사용량 급증)

AI매크로 : AI 경제 매커니즘 (빅테크의 실물 투자-하드웨어/인프라-서비스)

해외주식 : IT버블과 AI사이클 비교(사업구조/이익/투자 차별화)

03 | 주요 이슈

국내주식 : AI사이클 핵심국가로 부상, 이익안정성 확보로 밸류에이션 재평가

금 리 : 미국은 동결, 한국은 인상 (→높은 금리레벨 지속)

환 율 : 외환 수급은 양호, 1,500원 이상은 원화 저평가 영역

상반기 금융시장

25년 하반기

빅테크 시투자 확대

'26년 빅테크 CapEx 확장

반도체 이익 상향

반도체 D램 급등
이익 상향 본격화

26.1월

AI Agentic 본격화

클로드 cowork 발표
한국, 대만 차별적 상승

3월

중동전쟁 발발

한국 20% 조정
미국 조정 폭 제한적

4월

미국 빅테크 반등

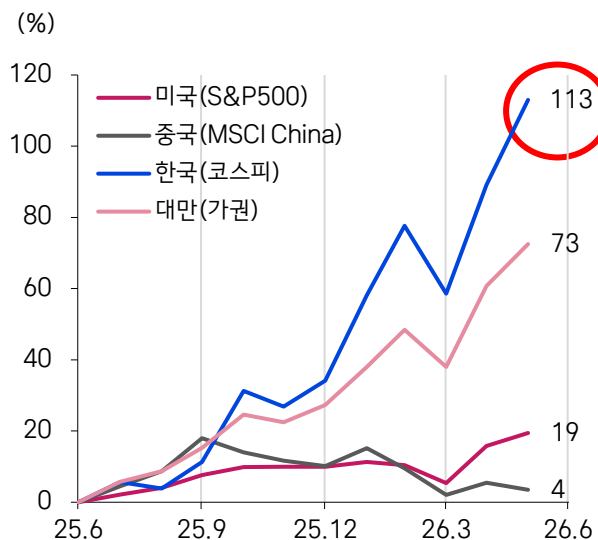
AI 수익성 개선 기대
반도체 실적 큰 폭 상향

5월

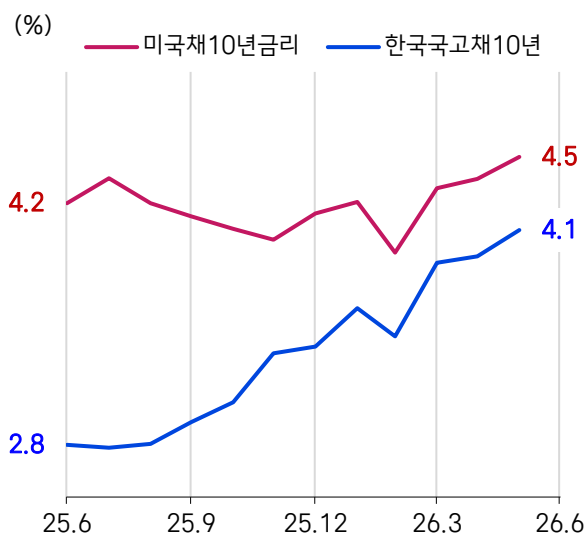
글로벌 금리 급등

휴전 지연에 금리 급등
반도체 상승세 지속

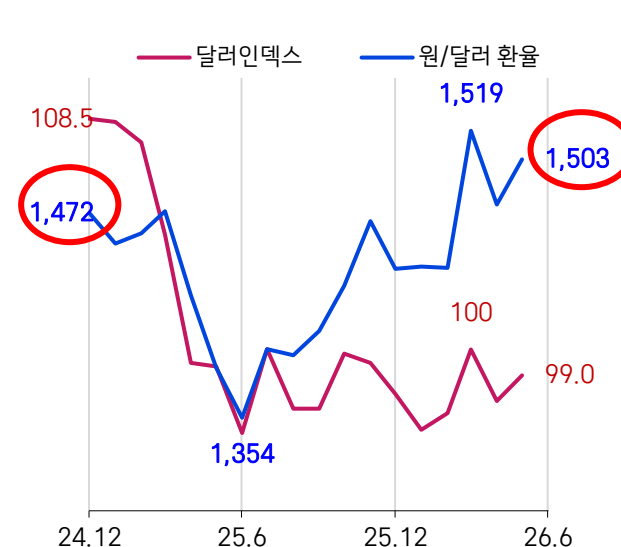
주 가 : 한국, 대만, 미국 상승



금 리 : 글로벌 금리 동반 상승(고물가)



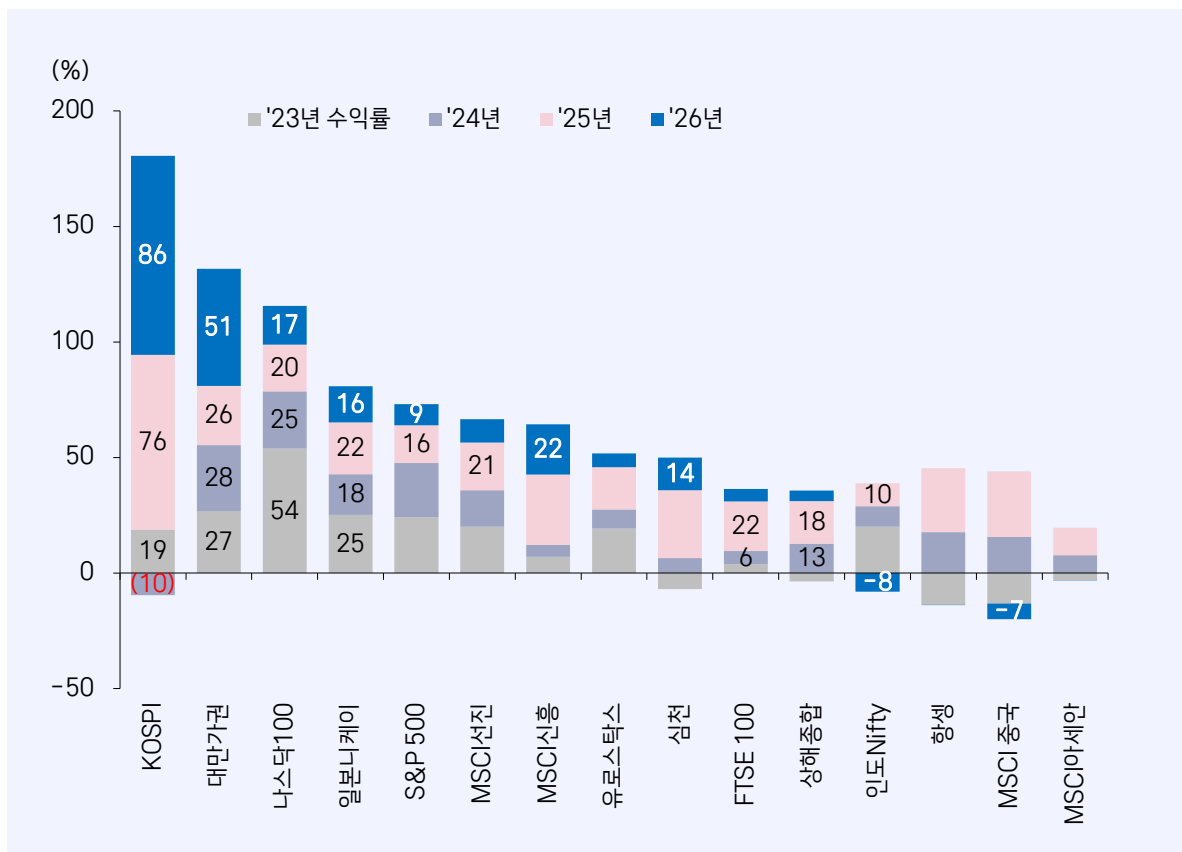
환 율 : 종전 지연에 다시 1,500원대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

주식_AI 노출도에 따른 국가별 차별화

국가별 수익률 : AI노출도 높은 한국/대만/나스닥 주도



'23~'24년 미국, 선진국 중심 강세

- * AI 투자를 주도한 미국 빅테크 강세
- * 한국, 중국, 독일 등 전통 제조업 강국 부진

'25~'26년 한국/대만 주도

- * AI 발전속도 가속되며 단계별 병목 심화
- 특히 반도체 병목 심화 (메모리, 패키징)

인도, 중국 수익률 부진

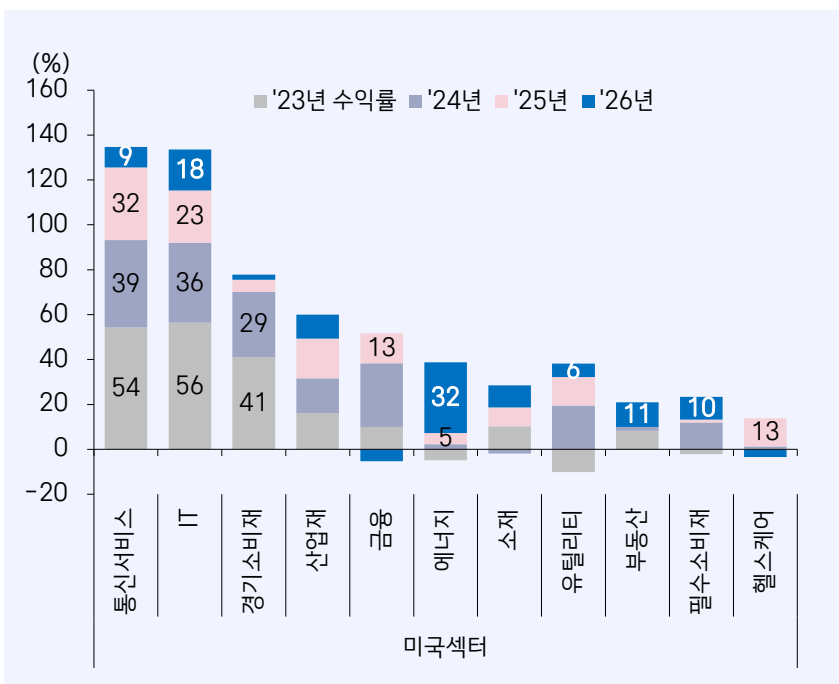
- * 인도 원유 순수입, 낮은 AI노출도
- 중국 Tech 규제로 AI산업 글로벌 확장 제한

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

섹터_차별화

강력한 Tech 주도권 (섹터간 격차 확대)

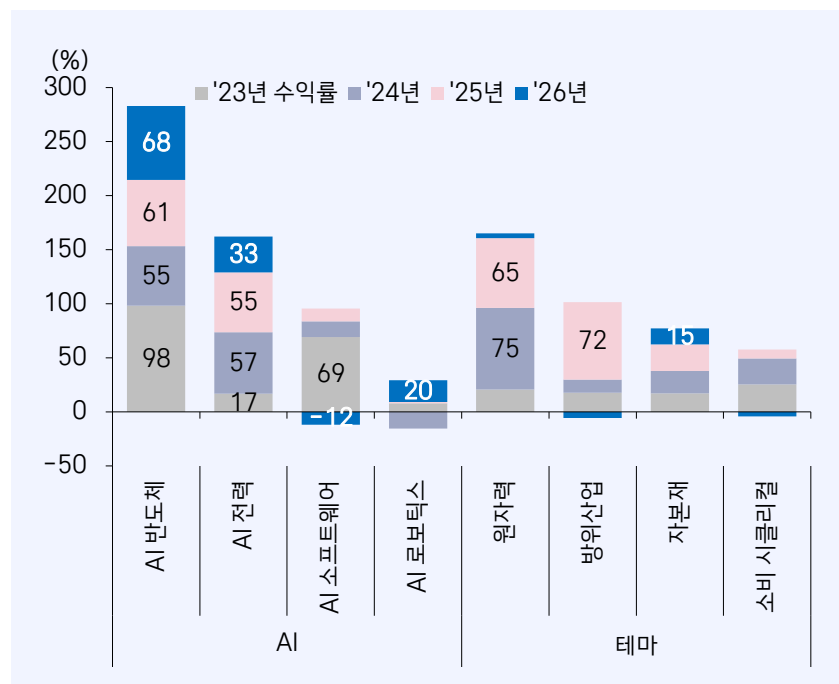
- AI 투자사이클로 섹터간 격차는 크게 확대
- 통신, IT 상승 주도, 헬스케어/소비재 부진 심화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

AI 내에서도 차별화 (반도체, 전력 우위)

- AI내에서도 반도체와 타 섹터간 수익률 격차 확대
- 소프트웨어는 대체 우려로 급락, 로봇틱스는 상승
- 급등했던 글로벌 테마는 올해 수익률 정체



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

금리_금리인상을 반영하며 동반 상승

글로벌 금리 동반 상승 (물가우려 + 성장 + 재정확대)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

**오래 지속되는 고유가
에너지 민감도는 유럽이 높아**

* CPI내 에너지 비중 9~10% 수준

미국은 물가 + 재정 우려

* AI 병목 심화 (메모리, 패키징)

한국은 물가 + 성장을 상향

• 물가와 성장률 동반 상향, 하반기 금리 인상 예상

매크로 여건 : 고유가발 물가 상승 (3분기부터 정책 대응)

중동전쟁발 고유가 (→ 물가/통화정책)

고유가의 물가 영향 가시화

	2월	3월	4월	5월
유가(WTI)	65\$	92\$	98	101
미국CPI	2.4%	3.3	3.6	4.2
유럽CPI	1.9%	2.6	3.0	
한국CPI	2.0%	2.2	2.6	

1차 충격(2분기)

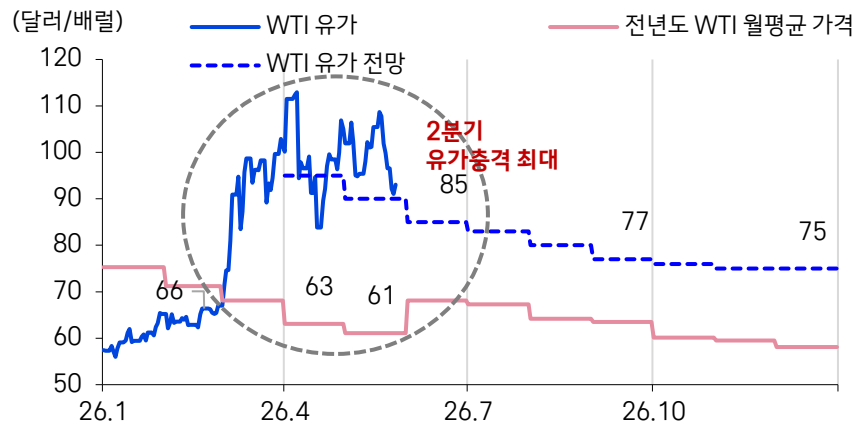
2분기 3%대 물가
고유가 장기화 여부



2차 충격(3분기)

임금 및 판매가 상승
기대인플레 상승

1차 충격(2분기) : 고유가로 인한 물가 상승



1차 충격 : 물가 상승 구간 ⇒ 정책 대응은 자제

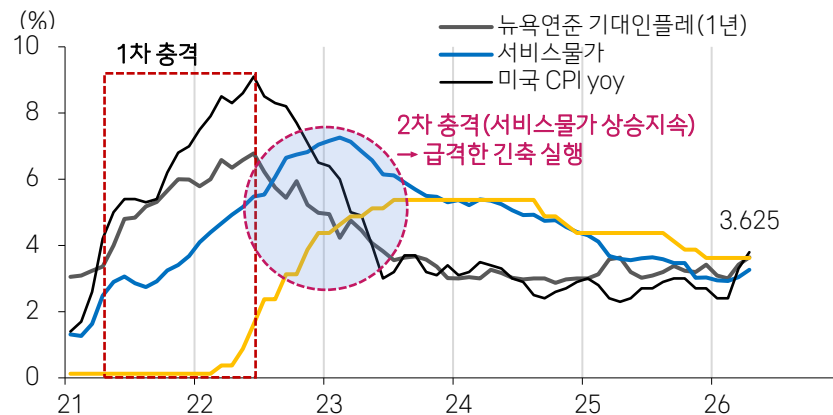
2분기 예고된 물가상승, 정책 결정 유보(금리동결)

2차 충격 발생시 중앙은행 긴축 대응 예상

임금/서비스물가 상승 + 인플레 기대 상승시

→ 금리인상 등 긴축 대응 불가피

2차 충격(3분기) : 임금/제품/서비스물가로 전이



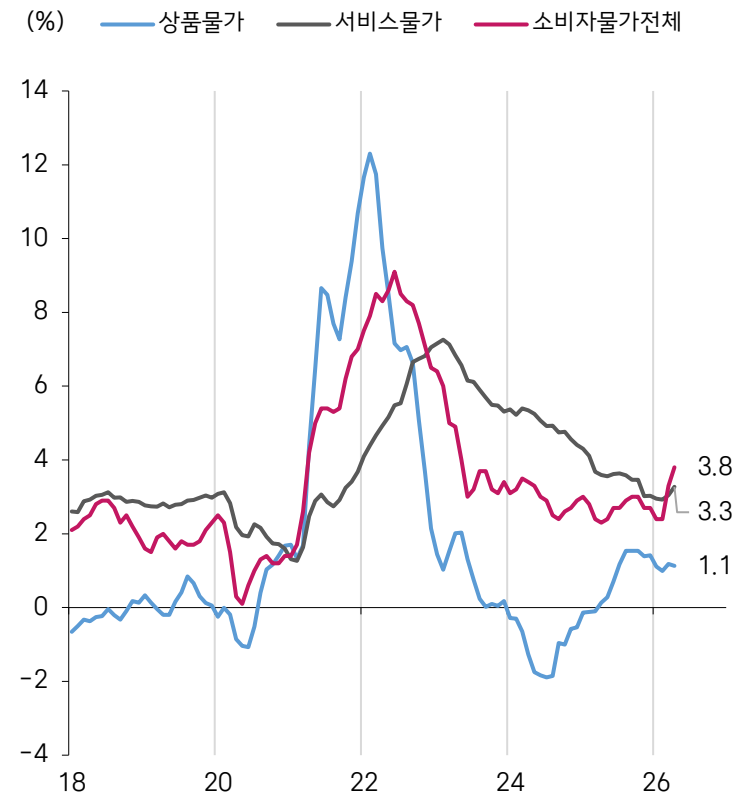
물가 미국 CPI 2분기 4%대 진입 예상

물가 1차 충격 : 에너지와 운송

CPI (yoy %)	비중(%)	21년	22년	23년	24년	25년	26.4월	1~4월 (연율화)
All items	100.0	7.0	6.5	3.4	2.9	2.7	3.8	6.0
Food	13.6	6.3	10.4	2.7	2.5	3.1	3.2	3.2
에너지	6.6	29.3	7.3	-2.0	-0.5	2.6	17.9	41.6
Core	79.8	5.5	5.7	3.9	3.2	2.6	2.8	3.2
상품	18.8	10.7	2.1	0.2	-0.5	1.4	1.1	0.8
가정용품	3.5	7.4	7.3	-0.9	-0.9	3.4	2.8	-0.5
의류	2.5	5.8	2.9	1.0	1.2	0.6	4.2	9.8
운송 (신차)	6.1	21.8	-0.9	0.0	-1.2	0.9	-0.8	-2.8
(중고차)	3.7	11.8	5.9	1.0	-0.4	0.3	0.2	0.4
의료	1.5	0.4	3.2	4.7	0.5	1.5	-0.5	-4.3
여가	2.1	3.3	4.1	-1.2	-1.5	1.2	3.0	4.8
교육/통신	0.9	0.2	-10.1	-7.2	-6.1	-3.8	-6.0	-5.6
주류	0.9	2.3	5.8	2.5	1.4	2.1	1.9	2.5
기타상품	1.4	4.6	7.2	4.6	2.7	3.6	4.6	6.4
서비스	61.0	3.7	7.0	5.3	4.4	3.0	3.3	4.1
주거	36.2	4.1	7.5	6.2	4.6	3.2	3.3	4.0
의료	6.5	2.5	4.1	-0.5	3.4	3.5	3.2	2.8
운송	6.3	4.2	14.6	9.7	7.3	1.5	4.3	7.6
여가	3.3	3.3	5.7	5.6	2.7	4.0	1.9	-0.3
교육/통신	5.0	1.7	2.4	1.3	1.8	1.1	1.1	2.3
기타서비스	1.5	4.3	5.5	6.4	3.7	4.7	4.2	5.3

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

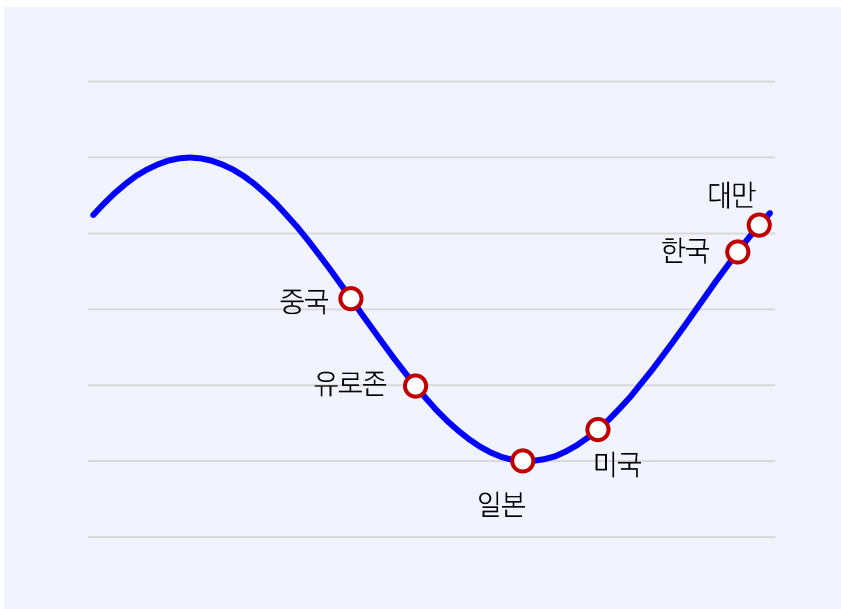
고유가발 CPI 상승



성장 : AI 노출도에 따라 국가별 성장률도 차별화

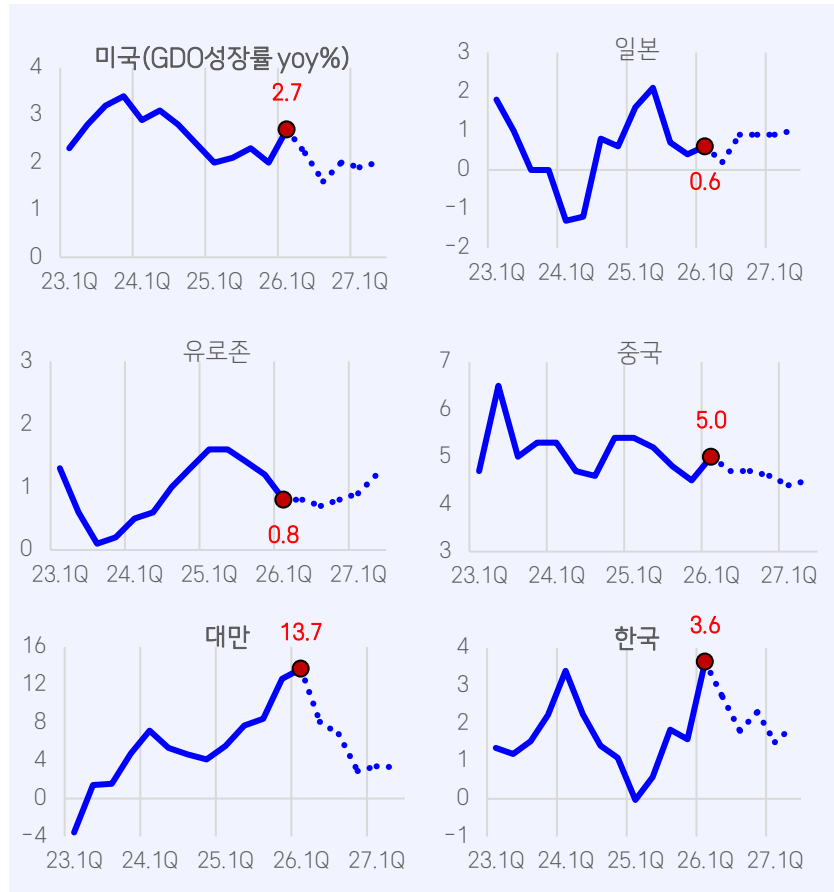
경기사이클 : 한국, 대만 업사이클

- 미국 : AI 투자가 성장률 견인(장비/소프트웨어 증가율 +18%)
- 한국 : 1분기 3.6% 성장 (국내총소득은 12.3% 급증)
- 대만 : 1분기 13.7% 성장 (반도체 효과)
- 유럽은 성장률 둔화, 중국은 내수부진 지속 중



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.22일 기준

국가별 추이 비교



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.22일 기준

미국경제 : AI관련 투자가 성장을 둔화 방어

AI투자(정보통신장비/SW) +32% 성장

	GDP 구성 ('25년)		GDP 부문별 성장률(%)					
	(\$조)	(비중,%)	'22년	'23년	'24년	'25년	'26.1Q	'26년(E)
미국 GDP(실질)	23.8		2.5	2.9	2.8	2.1	2.0	2.1
민간 소비	16.5	69.2	3.0	2.6	2.9	2.6	1.6	1.9
상품	5.6	23.7	△0.6	1.7	2.8	3.2	△0.1	
서비스	10.9	45.7	4.9	3.0	3.0	2.3	2.4	
정부 지출	4.0	16.7	△1.2	3.5	3.8	1.1	4.4	1.0
민간 투자	4.4	18.4	2.5	3.4	3.0	2.7	8.7	2.7
주거용건물	0.8	3.2	△8.1	△7.8	3.2	△2.2	△8.0	
공장(구조물)	0.7	2.8	3.5	16.7	1.1	△5.3	△7.1	
장비/설비	1.4	6.0	2.8	2.9	3.5	8.3	17.2	
※ IT장비/SW	0.9	3.7	6.1	△7.8	8.8	15.7	32.2	
지적재산권	1.6	6.7	11.7	6.2	3.5	5.6	13.0	
수출	2.7	11.2	7.6	2.8	3.6	1.6	12.9	2.3
수입	3.8	15.8	8.5	△0.9	5.8	2.7	21.4	0.4
※ 소비자물가 상승률		(기말,%)	6.5	3.4	2.9	2.7	2.7	3.3
※ 신규고용 월 평균		(천명)	377	209	122	10	63	55

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.22일 기준

· '26년 1Q 2.0% 성장

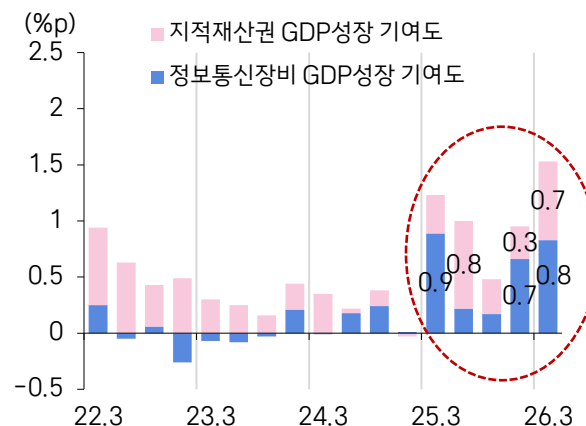
소비는 상품소비 중심 둔화

고유가 충격 감안시 상품소비 부진 지속

정부지출은 4분기 정부폐쇄 반작용

AI는 순수출에 부정적, 투자에 긍정적

· AI 투자는 2% 성장중 1.5%p기여



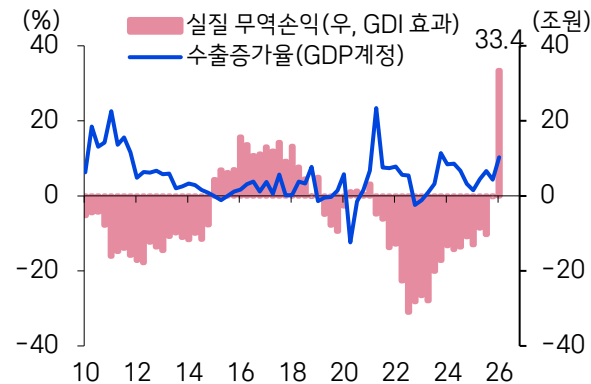
한국경제 : 1분기 성장률 서프라이즈 (수출, 투자 호조)

반도체 수출 호조로 1분기 성장률 대폭 상향

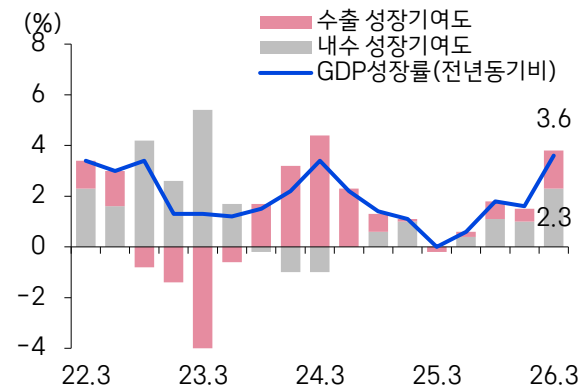
	GDP 구성 ('25년)		GDP 성장률 및 주요 지표 추이				
	(조)	(비중,%)	'23년	'24년	'25년	'26년 예상	'26 1Q
한국 GDI(실질)			1.8%	3.9	1.9		12.3
한국 GDP(실질)	2,315조		1.6%	2.0	1.0	2.0	3.6
민 간 소 비	1,111	48%	1.8%	1.3	1.3	2.1	2.4
정 부 지 출	412	18	1.3%	2.8	3.0		4.0
건 설 투 자	261	11	1.5%	△5.2	△9.9	1.0	△1.3
설 비 투 자	220	10	1.1%	0.5	2.0	2.4	3.5
지적재산권투자	158	7	1.7%	1.2	2.9	3.5	3.5
순 수 출	143	6	0.4%	4.3	0.7	0.5	2.5
수 출(재화)	944	41	2.9%	6.4	3.1	2.1	22.4
수 입(재화)	801	35	0.3%	1.3	2.1	2.5	12.4
경 상 수 지		(연간,조원)	355억\$	990	1,231	1,700	*3월 738
기 준 금 리		(기말,%)	3.5%	3.0	2.5	2.5	2.5
소비자물가 상승률		(평균,%)	3.6%	2.3	2.0	2.5	2.1
· M2 유동성 증가율		(평균,%)	1.7%	4.1	4.6		*3월 4.7
· 정부 재정지출 증가율		(연간,%)	5.1%	2.8	7.1	7.2	
· 국채 총발행 규모		(조원)	169조	166	226	226	61조
신규고용 월 평균		(천명)	33만	16만	19만	17만	18.3만
(15~60세 신규고용)		(천명)	△3.8만	△10.7만	△15.1만		△4.1만

자료: 한국은행, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: '26년 예상은 한국은행 전망치, 5.22일 기준

반도체 호황→ 순수출이 성장 견인



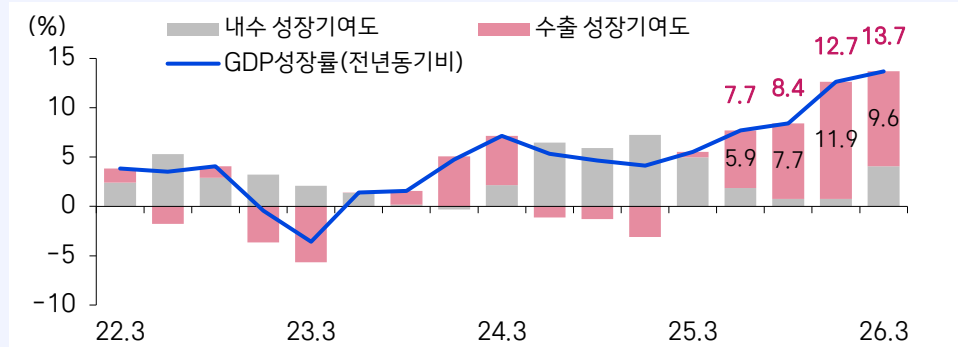
내수 기여도도 상승



대만경제 : 고성장세 지속, 1분기 14% 성장 (수출, 투자 호조)

순수출이 대만 성장률 고공행진 이끌어

	GDP 구성 ('25년)		GDP 성장률 및 주요 지표 추이				
	(조, 타이완\$)	(비중, %)	'23년	'24년	'25년	'26년 예상	'26 1Q
대만 GDP(실질)	28.7조		1.1%	5.3	8.7	7.6	13.7
민간 소비	12.4	43%	7.9%	3.2	1.2		2.2
정부 지출	3.5	12	0.2	3.0	1.2		0.5
투자	7.4	26	△7.6	7.1	10.5		△1.3
수출	21.1	73	-4.1	8.7	31.8		24.0
수입	15.6	54	-5.5	11.6	26.8		14.4
순수출	5.5	19	-1.4	-2.9	+5.0		+19.6
경상수지		(억달러)	1,058	1,127	1,797		625



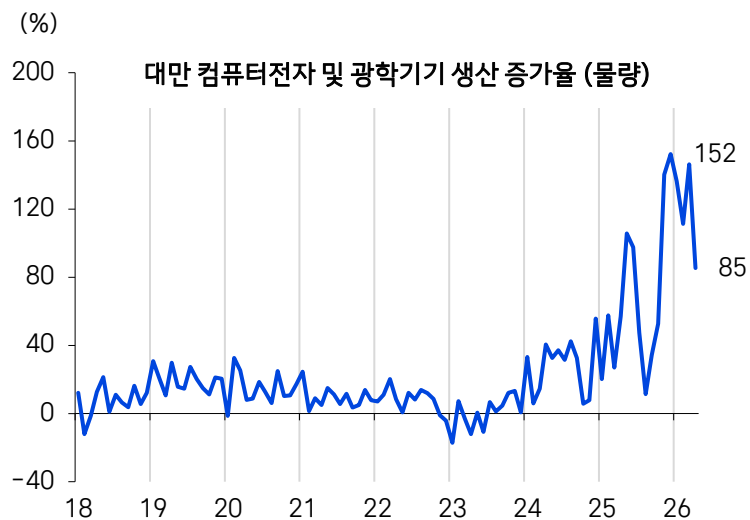
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.22일 기준

성장률 높은 이유는 수출 물량 급증

한국 반도체는 물량증가 제한된 가격중심 상승

대만 반도체는 물량증가 동반된 성장

(GDP성장률에는 물량 효과만 반영)

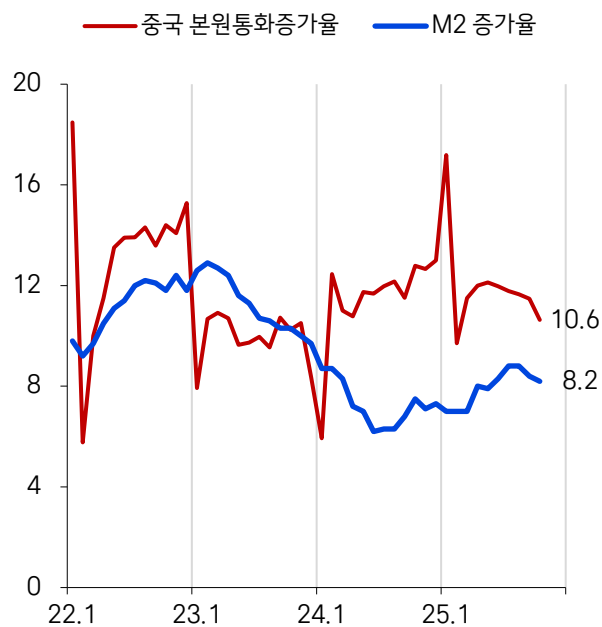


(참고) 중국경제 : 유동성 함정(가계 대출 부진 지속)

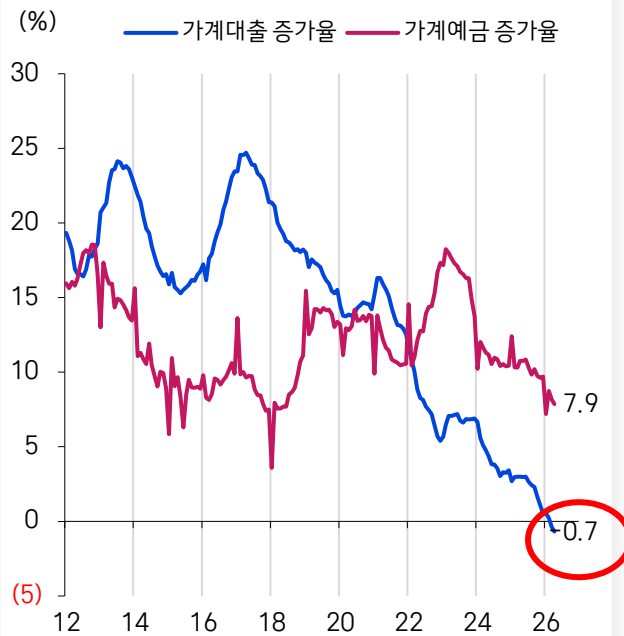
본원통화 > M2 → 유동성 함정 : 본원통화 공급에도 시중 자금경색 지속(대출, 투자 ↓)

- 중국 가계대출 급감 현상 지속, 가계대출 증가율 전년동월비 마이너스로 전환(가계 디레리징)
- 주식시장 회복되고 있지만 실물경기 회복까지는 상당한 시간 소요 → 2분기 중국본토 기술주 중심 반등(반도체, 통신장비)

본원통화를 밀도는 M2 증가율



가계 대출 증가율 +0.2%



중국 주식 : 본토Tech 중심 상승

분기수익률 %		25.3Q	25.4Q	26.1Q	26.2Q
상 해	총 합	12.7	2.1	-1.9	6.3
	대형주	10.2	1.6	-6.8	4.5
	과창판	49.0	-9.1	-6.5	45.5
심 천	총 합	21.4	0.8	0.2	13.1
	대형주	6.4	1.5	-0.6	5.9
	창업판	50.4	-0.5	3.6	23.9
홍 콩	총 합	16.0	-5.4	-4.8	2.8
	중국기업	10.1	-5.9	-6.1	2.1
	항생테크	21.9	-13.7	-15.7	4.7

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.25일 기준

AI Economy

시와 금융시장 : AI 주도국가는 미국, 한국, 대만

[글로벌 주요지표 비교]

GDP 순위	국가	명목GDP (조\$)	주식시가총액 (조\$)	'26년 주가 상승률(%)	이익증가율 '26년(%)	예상PER (배)	예상PBR (배)	'26년 GDP 성장률전망(%)	'26년 물가 CPI전망(%)	기준금리 (%)	10년국채 (%)
	World	118.1	161.2	8		17.9		3.0	4.0		
1	미국	30.8	77.2	8	23	21.1	4.8	2.1	3.3	3.75	4.6
2	중국	19.5	22.7	5	17	10.0	1.4	4.6	1.0	3.2	1.8
	유로존	18.0		1	14	14.2	2.2	0.8	2.8	2.0	
3	독일	5.1	3.0	-2	9	13.9	1.7	0.7	2.8	2.0	3.2
4	일본	4.4	8.5	13	11	16.5	1.7	0.7	2.0	0.75	2.7
5	영국	4.0	3.8	3	18	12.4	2.1	0.8	3.2	3.75	5.1
6	인도	3.9	4.8	-12	15	20.1	2.9	7.5	2.0	5.25	7.1
7	프랑스	3.4	3.4	-2	20	13.2	1.9	0.8	2.3	2.0	3.8
8	러시아	2.6						0.9	5.6	14.5	
9	이탈리아	2.6	1.2	9	81	14.0	1.7	0.5	2.8	2.0	3.9
10	캐나다	2.4	4.4	7				1.2	2.5	2.25	3.7
11	브라질	2.3	0.9	10	35	8.5	1.7	1.8	4.5	14.5	14.4
12	멕시코	2.0	0.5	6	14	13.1	2.4	1.4	4.2	6.5	9.4
13	대한민국	1.9	4.4	78	208	8.4	1.8	2.4	2.6	2.5	4.2
14	스페인	1.9	1.3	2	13	12.3	1.9	2.3	3.2	2.0	3.6
15	호주	1.8	2.0	-1	10	17.6	2.5	2.0	4.3	4.35	5.1
참고	대만	0.9	4.7	42	38	21.3	4.6	7.0	1.9	2.0	1.6

시와 금융시장 : 국가별 섹터비중으로 본 시노출도(한국, 대만, 미국)

IT(반도체/빅테크)와 산업재(기계/방산/원전) 노출도가 중요

	'26년 수익률	국가별 업종 비중								
		전세계	미국	대만	한국	일본	유럽	중국	홍콩	인도
IT	22.2	31.1	37.0	80.0	54.2	16.2	6.1	20.3	5.2	9.9
통신서비스	6.3	8.6	10.9	1.4	2.2	7.7	3.5	4.2	12.0	6.0
산업재	10.3	10.9	8.4	4.7	20.1	24.9	25.0	13.1	10.6	9.2
소재	10.4	3.8	1.9	2.6	3.2	5.7	5.5	7.3	5.0	8.4
에너지	28.7	3.9	3.5	0.4	1.0	0.8	7.5	8.8	8.6	12.8
금융	-2.2	15.7	11.6	7.2	7.6	15.0	24.3	29.3	32.7	27.4
부동산	5.1	1.7	1.8	0.5	0.2	2.1	1.2	0.4	3.5	
경기소비재	-3.0	9.1	9.6	1.7	6.5	16.0	6.3	4.7	13.0	11.2
건강관리	-6.3	7.8	8.3	0.7	2.7	5.4	11.0	3.0	4.2	4.7
필수소비재	5.8	4.9	4.9	0.8	1.7	5.1	6.4	5.6	2.8	6.9
유틸리티	4.7	2.5	2.1	0.1	0.6	1.1	3.2	3.4	2.6	3.5

- **시 투자는 미국이 주도**
→ 수혜는 인프라/하드웨어
한국(반도체 + 산업재)
대만(반도체)
- **중국: IT/산업재 비중 높으나**
미국 규제로 확장 제한
- **유럽: 산업재/금융 비중 높아**
산업재는 시보다 중국과 연계
- **인도: 내수(금융/소비) 비중 높아**

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.15일 기준

AI사이클 4년차, 이제 추론시대로 진입

예상보다 빠른 추론시대, 반도체 핵심 병목 자산으로 부각

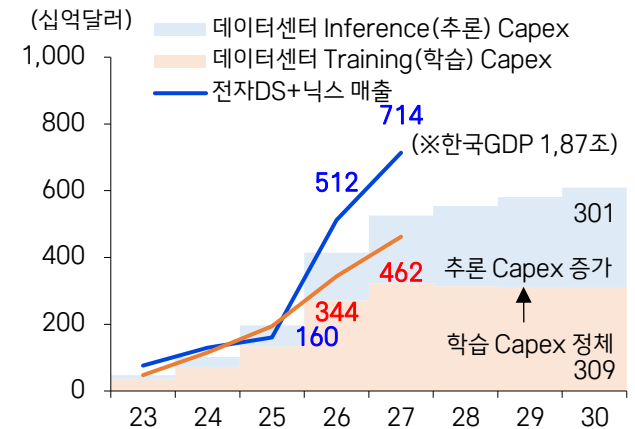
학습(Training)	추론(Inference)	일반인공지능(AGI)
<p>대규모 연산 (Scaling law)</p> <p>①인프라(데이터센터, 전력) ②하드웨어(GPU, HBM) ③서비스(클라우드/모델) →GPU 독점구조 투자대비 수익성 논란 반복</p>	<p>분산형추론 데이터센터 (최적화, 효율화)</p> <p>①인프라(추론, 엣지컴퓨팅) ②하드웨어(메모리, 추론칩) ③서비스(모델성능, Agent) →순환 구조 소비자최종매출→LLM→Cloud →반도체칩(성능개선)</p>	<p>실생활에 적용 (Physical AI)</p> <p>①인프라(시뮬레이션, 합성데이터, 학습플랫폼) ②하드웨어(로봇, 센서, 액추에이터, 자율자동차) ③서비스(지울주행, 로봇OS, AGI모델)</p>

학습에서는 연산이 병목, 추론에서는 데이터처리(메모리)가 병목

학습/추론의 투자 주체는 미국 빅테크('26년 Capex \$7,050억)

※ 리스크는 미국 금리상승 (미국CPI +3.8%, PPI +6.0% → 12월 인상확률 56%)
 빅테크 잉여현금 소진으로 외부조달(채권) 비중 점차 증가 (올해 24%)

추론시대 : 메모리 사용 급증



이전 반도체 사이클과 다른 점

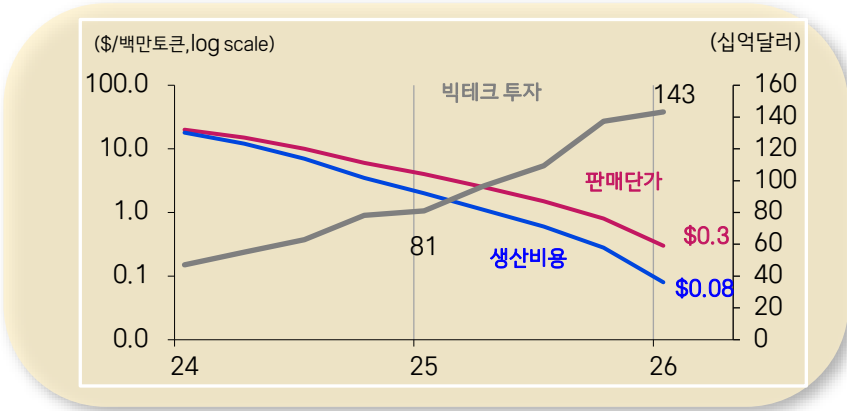
→ 미국 빅테크의 강력한 투자 수요

* 반도체 이익의 경기순환성 완화
 ROE의 레벨업 나타날 가능성 높아

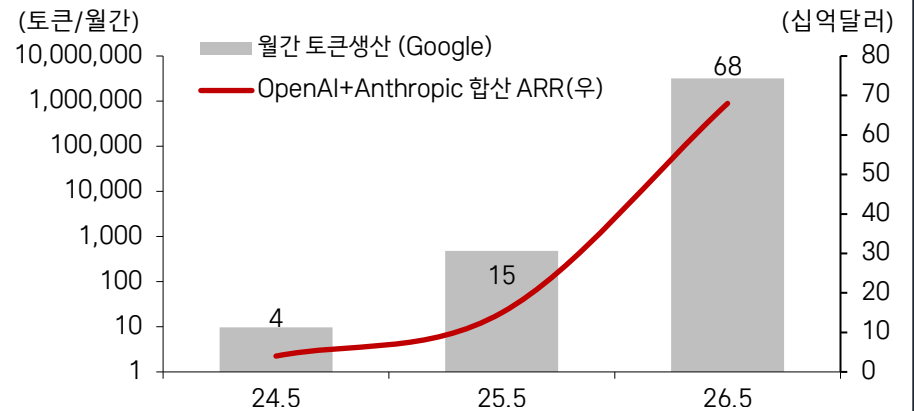
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.22일 기준

토큰 이코노미 : 생산단가 하락 → 마진확보, 토큰사용량 급증 → 매출증가 → 컴퓨팅 자원 계약

토큰 판매단가 > 생산비용 *토큰: AI가 생성하는 지식 산출물 단위 (토큰사용량 급증→과금 차별화)



토큰 판매 증가, AI서비스 연환산 매출 급증



ENGINE 1

생산비용 하락 = 기술의 발전

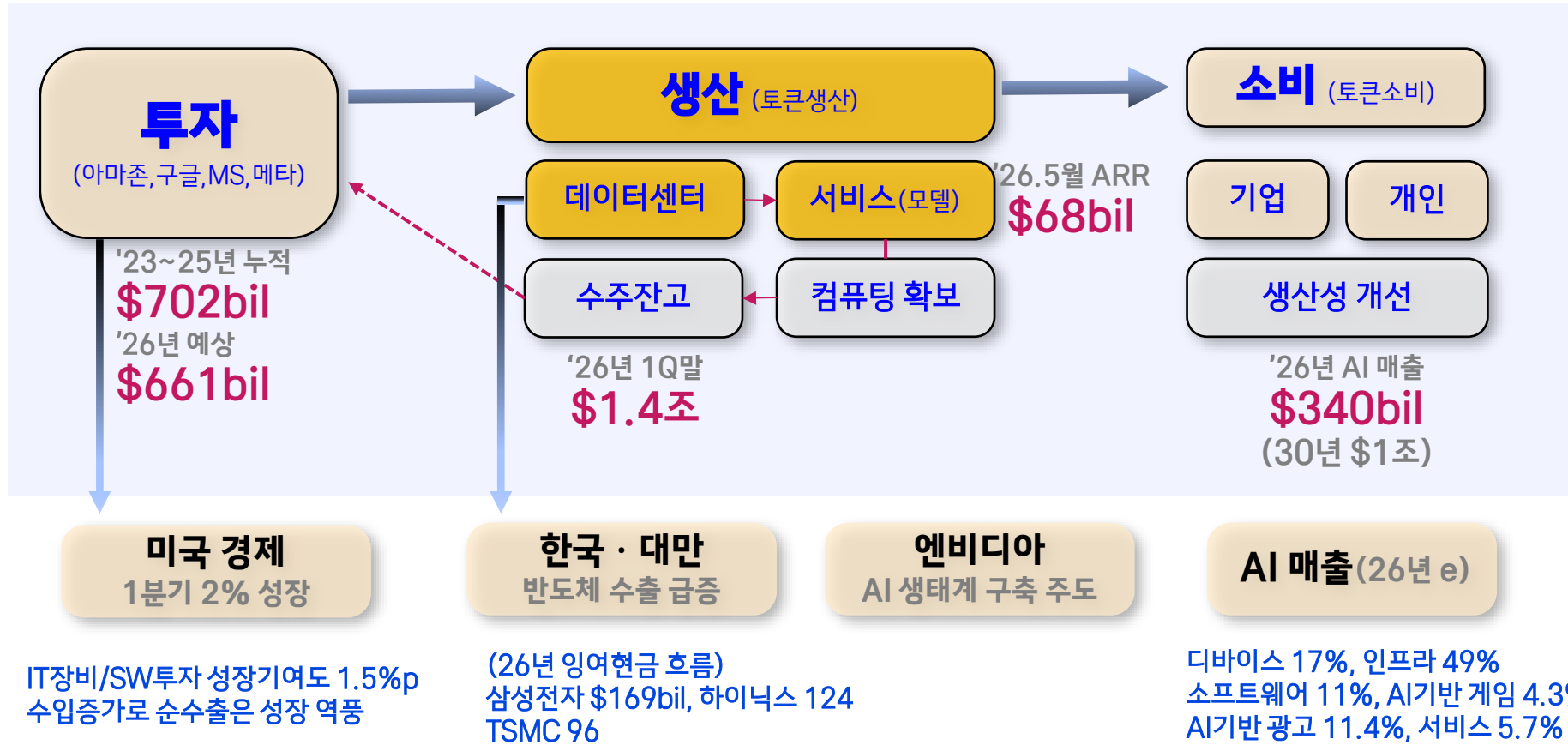


ENGINE 2

단가 하락 → 수요 폭증(토큰)

AI 경제 작동 구조

최종 토큰소비 급증, 컴퓨팅 확보 선주문, 빅테크 투자 지속



향후 체크포인트 (수요) AI서비스의 높은 매출 증가세 유지 여부 **(투자)** 빅테크 원활한 투자재원 조달

(참고) 추론의 시대 메모리 병목

Tokens / Watt 를 결정하는 3단계 레이어 구조

"Revenue = Tokens/Watt × Gigawatts" — Jensen Huang

LAYER 01

연산층

Compute Layer

FLOPS/W · 토큰/초 · 배치 효율

성숙 단계 진입

GPU

NVIDIA H / B / R

병렬 행렬 연산 · FP8→FP4 정밀도

LPU

Groq 통합

초고속 디코딩 · 토큰/초 속도 결정

ASIC / TPU

커스텀

특화 추론 칩 · 전력 효율 극대화

HBM 대역폭이 연산 속도 제한 (연산속도는 충분, 데이터 이동이 병목) : HBM3 → HBM4

LAYER 02

메모리층(핵심병목)

Memory Layer

TB/s 대역폭 · bytes/token · 캐시 히트율

핵심 병목

HBM4

SK · 삼성 · 마이크론

모델 웨이트 상주 · 13.5TB/s

DRAM

CXL Pool

KV 캐시 1차 · 에이전트 컨텍스트

NVMe SSD

NAND Flash

KV 캐시 2차 · ICMS 플랫폼

HBM 공급 부족이 GPU 출하 제한 (토큰당 메모리 수요) 공급 증가 속도

LAYER 03

네트워크층

Network Layer

스위치 용량 · 와트/비트 · 레이턴시

차세대 병목

NVLink 5

InfiniBand

GPU↔GPU 1.8TB/s 랙 내부 연결

CPO

실리콘 포토닉스

광통신 집적 · 와트당 대역폭

Ethernet

Spectrum-X

1.6T 포트 · 스케일아웃 연결

구리전선에서 광통신으로 전환 필수

차기 병목

금융시장은 AI 이외 섹터로 로테이션이 아닌 병목 및 효율화 테마에 집중

LAYER 01

연산층

뉴로모픽 칩

뇌 시냅스 구조, 메모리/연산 통합

엣지 컴퓨팅

분산 컴퓨팅 기술 (저지연, 비용감소)

온디바이스

AI를 디바이스에 구현
퀄컴 NPU, 엣지컴퓨팅, LPDDR

성숙 단계 진입

LAYER 02

메모리층

In-Memory Computing

연산과 메모리를 동시에

HBF (High Bandwidth Flash Memory)

HBM 유사 기술로 낸드 대역폭 확대

핵심 병목

LAYER 03

네트워크층

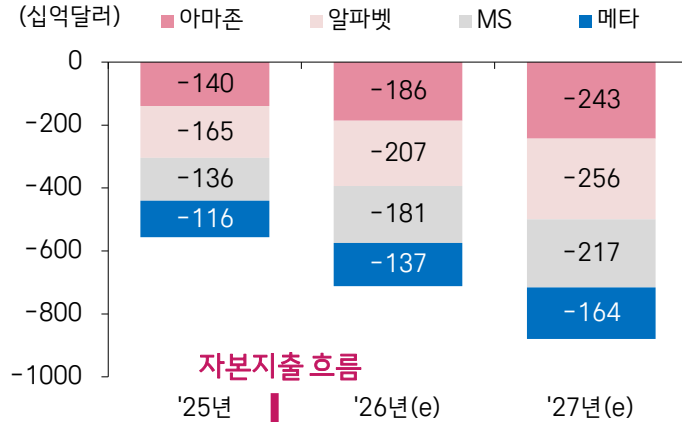
CPO(Co-Packaged Optics)

광통신 모듈을 GPU옆에 하나의 패키지로 통합

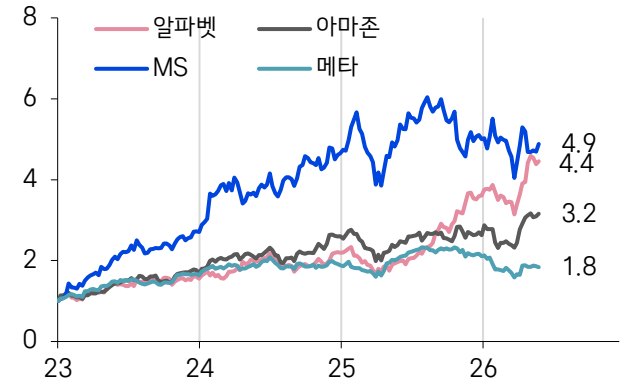
AI 사이클 핵심 Player : 투자는 미국 빅테크, 수혜는 하드웨어(반도체)

빅테크

투자의 주체
 일반인공지능 시대
 최종 승자를 목표로
 대규모 투자 지속
 주가는 2~5배 상승

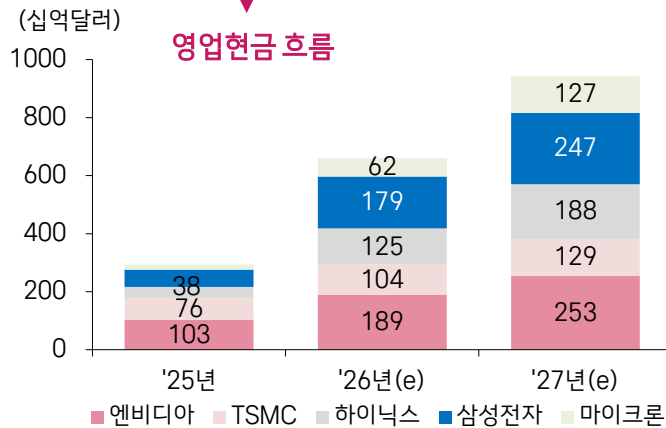


(23.1월대비 상승배수)

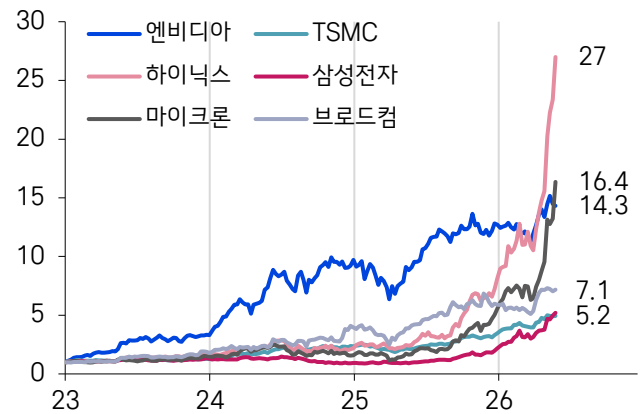


반도체

기술 혁신의 주체
 핵심병목으로
 막대한 영업현금흐름 창출
 주가는 5~27배 상승



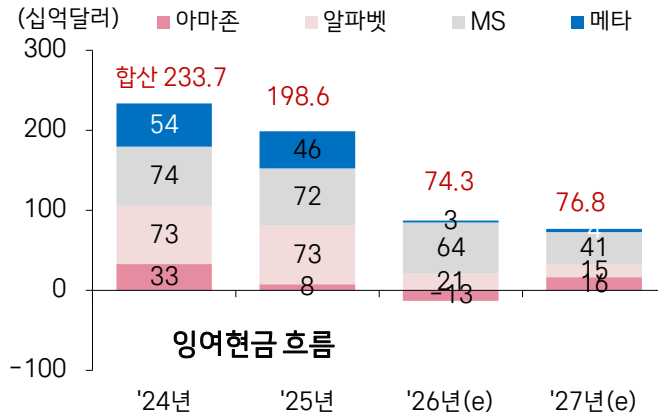
(23.1월대비 상승배수)



다음 단계 : 빅테크 투자 지속성(잉여현금 소진) 반도체 AGI단계 기술통합

빅테크

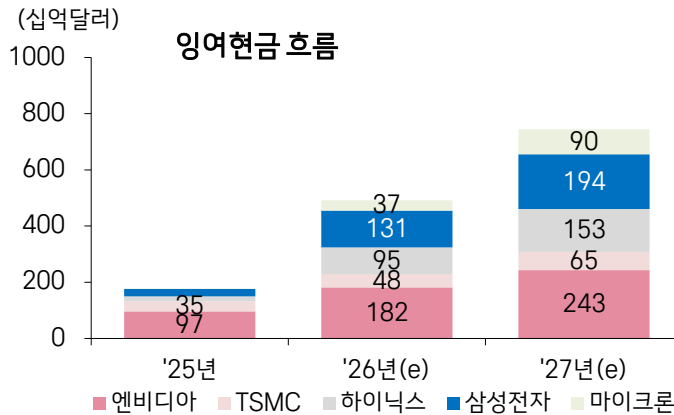
투자자금 조달
 자본지출 확대로
 잉여현금 대부분 소진
 매출성장 or 외부조달 필요



- ① AI 최종 수요 증가 (토큰량 증가)
 (지표) OpenAI, Anthropic의 연환산매출
- ② 투자자금 조달 지속성
 (지표) 금리 상승, 클라우드 매출 증가 속도

반도체

병목과 통합
 GPU→메모리→통합
 잉여현금 투자를 통한
 기술적 우위 선점 경쟁



- ① 엔비디아+TSMC : AI 생태계 통합
 AGI 단계에서 연산, 메모리, 네트워크 통합
- ② 메모리 : 메모리기반, 연산으로 확장
 추론시대, AGI시대 메모리 역할을 더 확대
 → 엔비디아는 생태계 구축에 투자
 삼성전자/하이닉스는 ?

(참고) 반도체에 쌓인 막대한 잉여현금은 어디로... 다음 병목의 힌트

① 빅테크 AI 투자 급증

Hyperscaler (데이터센터) 자본지출 투자

(십억달러)	아마존	알파벳	MS	메타	합산
24년	83.0	52.5	44.5	37.3	217.2
25년	131.8	91.4	64.6	69.7	357.5
26년	197.4	176.9	107.2	123.1	604.7
27년	213.0	193.8	129.5	140.7	677.0

데이터센터 → AI서비스 (OpenAI, Anthropic)

- ① 빅테크 : 토큰량 급증 (마진개선 : 비용 효율화)
- ② 서비스 : 토큰당 과금으로 변경 (IPO대비 수익성)
 - 빅테크 : 비용 효율화 및 자체 비즈니스 활용
 - OpenAI, 앤트로픽 하반기 상장
 - 아마존, MS, 알파벳은 IPO기업 지분 보유



② 반도체 영업현금흐름

'24~25년 대규모 연산 → '26년 추론의 시대

(십억달러)	엔비디아	TSMC	하이닉스	전자	합산
24년	64.1	58.8	21.9	53.5	198.2
25년	102.7	75.9	37.6	60.0	276.2
26년	189.3	96.4	123.6	168.5	577.8
27년	253.4	119.6	189.8	209.6	772.5



엔비디아 순환투자

잉여현금 기반 2nd 투자 사이클

반도체 기업 막대한 잉여현금은 어디로?

(십억달러)	엔비디아	TSMC	하이닉스	전자	합산
24년	60.8	28.9	10.1	15.8	115.8
25년	96.6	34.9	18.1	26.5	176.4
26년	182.1	43.4	93.4	122.9	441.8
27년	244.1	60.4	153.9	157.6	616.2

이번 AI사이클은 실물투자 중심으로 확산 (데이터센터 → 인프라/하드웨어, 서비스)

IT버블

소프트웨어 시대

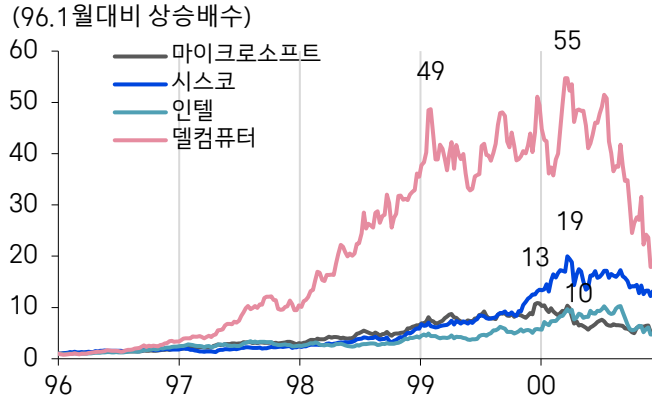
(B to C)

MS/인텔 → 시스코 → 델

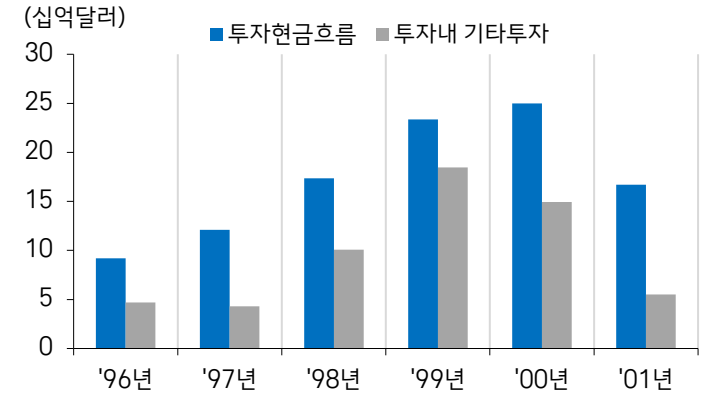
투자는 인수합병 중심

인수합병으로 버블 형성

주도주: Four Horsemen (네기수)



투자는 실물이 아닌 기타투자 중심 (버블 증폭)



AI 사이클

하드웨어 시대

(B to B)

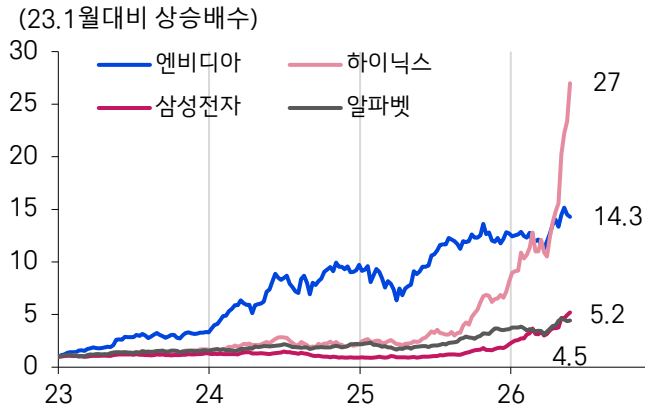
데이터센터 → 반도체/전력

투자는 실물투자 중심

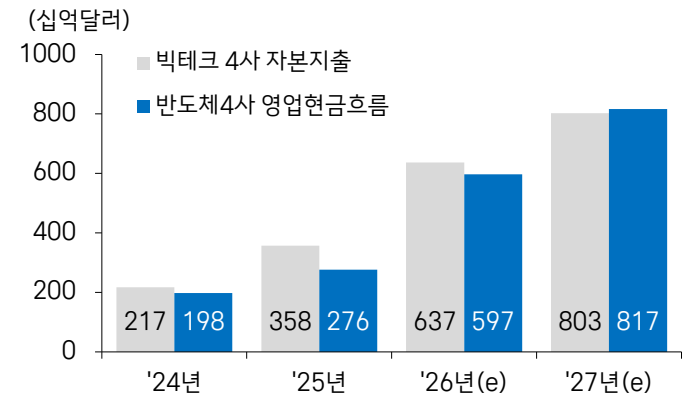
빅테크 데이터센터 투자

→ 반도체 잉여현금 축적

주도주: 빅테크 + 하드웨어(지역분산)



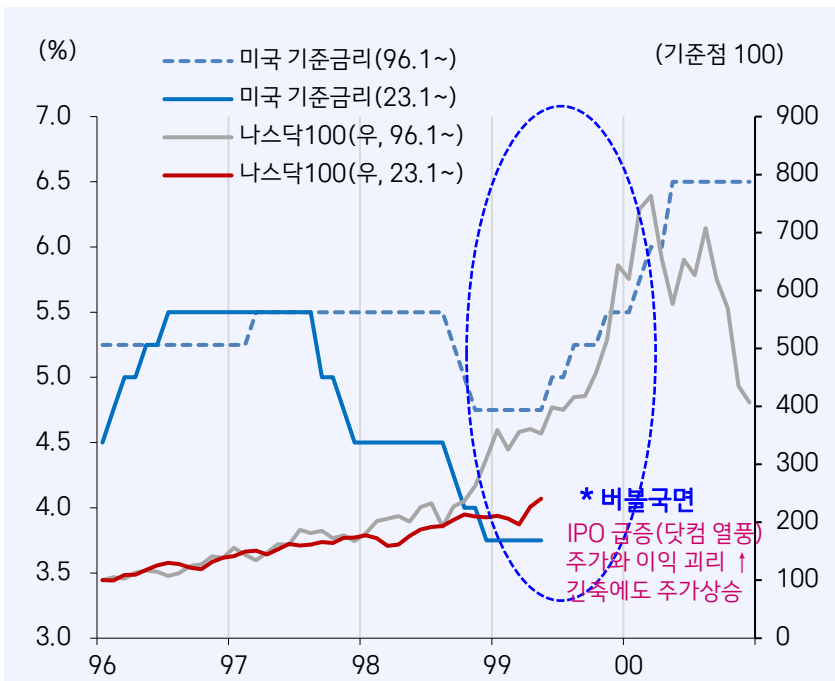
빅테크 자본지출(실물) → 반도체 잉여현금



(참고) IT버블('96~00년) vs. AI사이클 ('23년~)

'99년 닷컴 버블과 AI

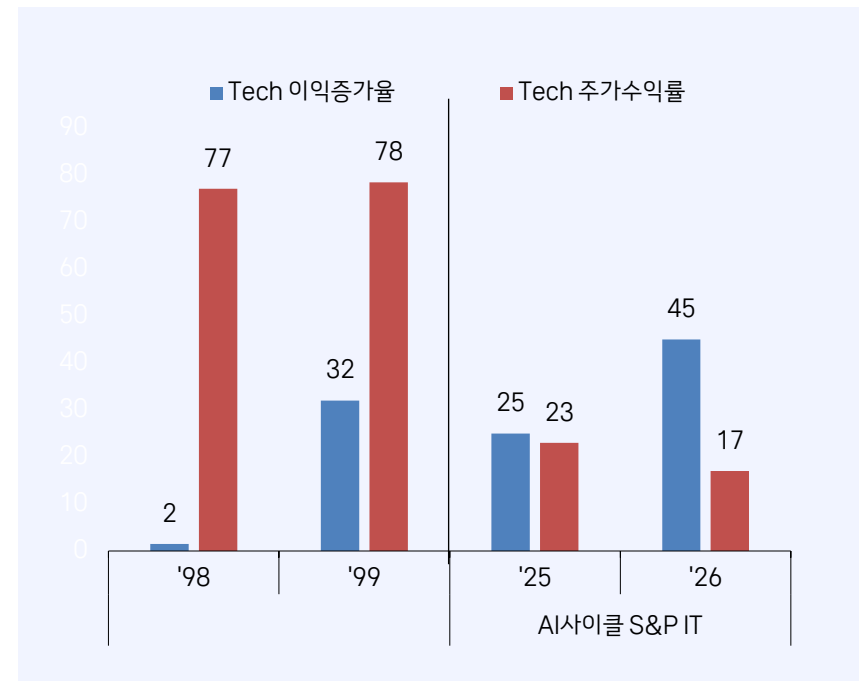
- 90년대 후반과 비교시 버블 본격화된 '99년으로 진입
* 금리인하, 하드웨어 중심 상승 ('99년 시스코, 델, 인텔, 마이크로소프트)
- 금리 인상에도 주가 폭발적 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.22일 기준

Tech업종 수익성 비교

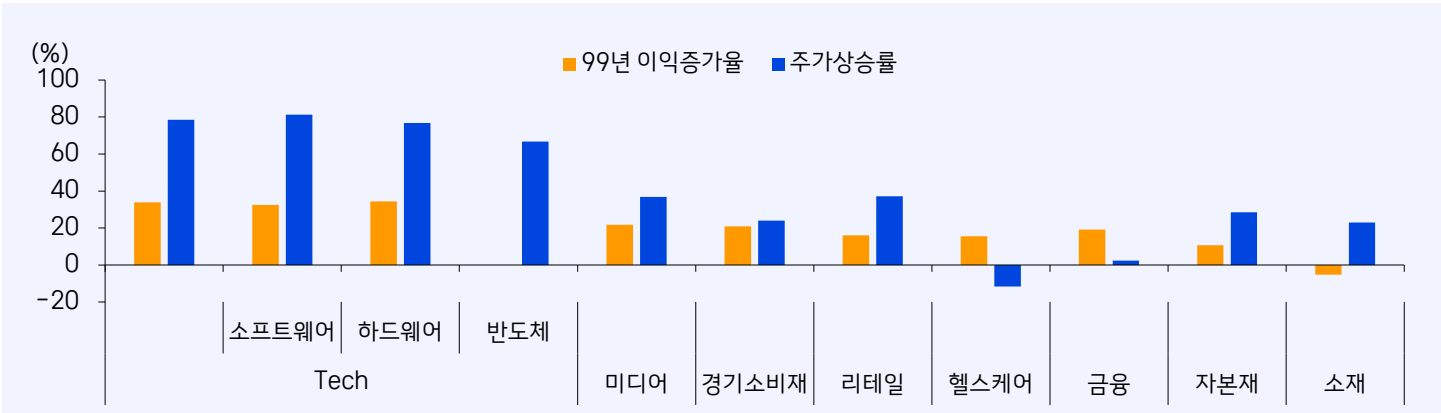
- 90년대 후반 닷컴 버블은 이익으로 주가 상승률 설명 불가
- 현재는 이익과 주가상승률 괴리도 크지 않아
* '26년 S&P500 IT 업종 주가 상승률 17%, 이익 증가율 +45%



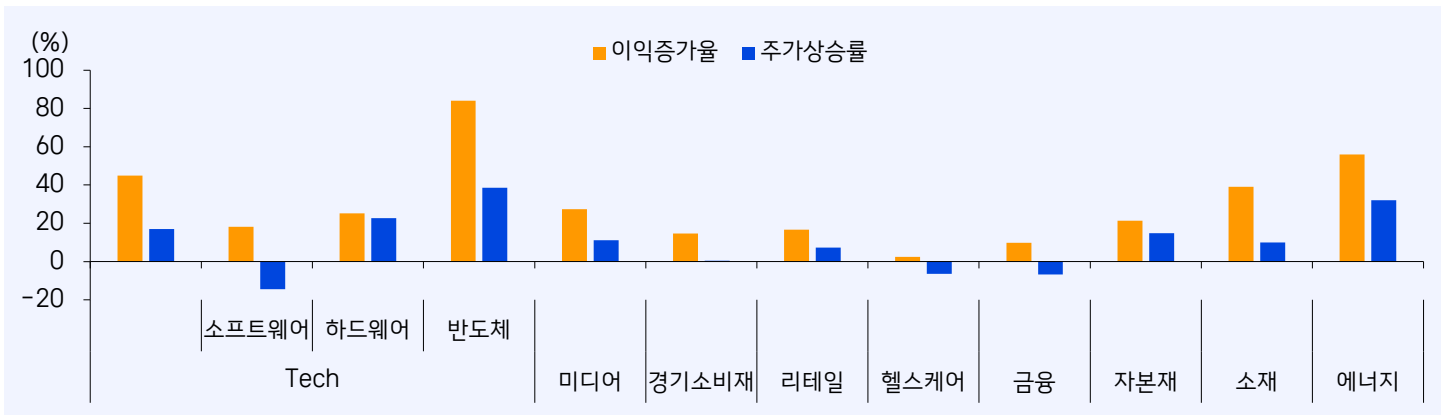
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.22일 기준

(참고) 해외주식 : 닷컴버블과 시사이클 (이익증가율을 하회하는 주가 상승률)

'99년 닷컴 버블



'26년 시사이클 : 이익



하반기 이슈 : 미국 대형 IPO (버블 형성 VS 유동성 흡수)

하반기 미국증시 대형 IPO 대기 (IPO금액 '25년 \$474억→ '26년 3사 \$2,300억 예상)

	예상 시기	목표 시총	IPO 규모	Float(유동시총)	지분 보유 기업
SpaceX	'26.6.12일	\$2.0조	\$700억	\$700억	알파벳, 피델리티, Sequoia, 엔비디아
OpenAI	'26.10월 목표	\$8,520억	\$1000억	\$500억	MS(27%), 아마존, 엔비디아
Anthropic	'26.4Q	\$9,000억	\$600억+	\$190~250억	아마존, 알파벳

대형 IPO 체크포인트

- ① 초기 초저 Float으로 상장, 배분 경쟁 심화
Float: 매매가능 주식수 (초기 3~5% 물량만 매매가능 예상)
- ② 지수 편입 효과 (나스닥100 편입시기 및 영향)
나스닥 상장기준 개정으로 상장 15일후 편입 가능
- ③ 일정 기간 후 대규모 락업 물량 해제 (90일/180일 후)
상장 전 최종 공시자료(S1, 5월말) 통해 확인 가능

상장 후 예상 흐름 (SpaceX 예시)

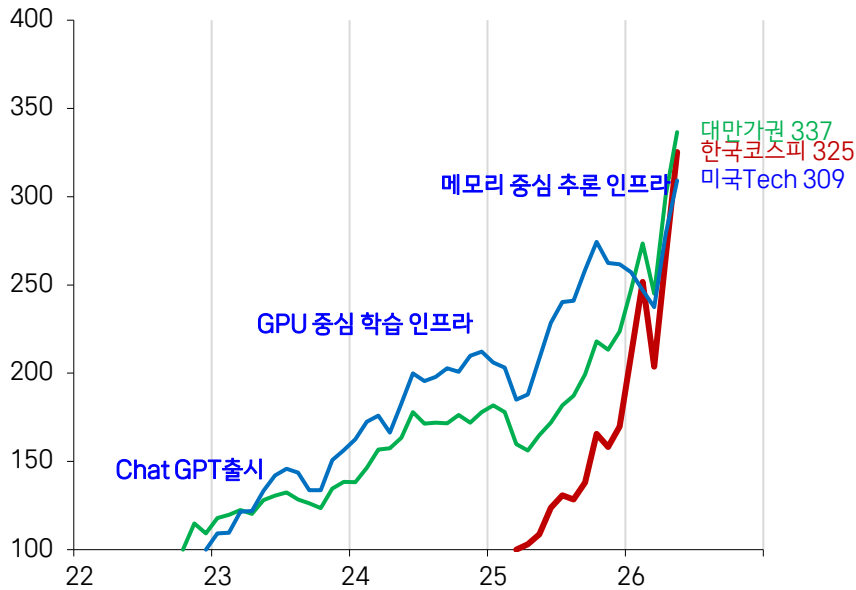
- ① 상장 전 : 관련산업 성장 기대 (우주항공 + AI)
SpaceX 사업구조 : 위성인터넷 + 위성발사 + AI 플랫폼
- ② 상장초기 : 유통물량 제한 + 편입수요 (수요 왜곡)
나스닥 상장 예상 (조기 지수편입, 초기 유동주식 가중치)
나스닥100 조기 편입에 따른 패시브 자금 유입
- ③ 4분기 : 대규모 락업 물량 해제

하반기 자산별 주요 이슈

국내주식 : AI사이클의 핵심 국가 (현재 위치)

미국과 대만을 따라 잡은 코스피

(시작시점 =100)

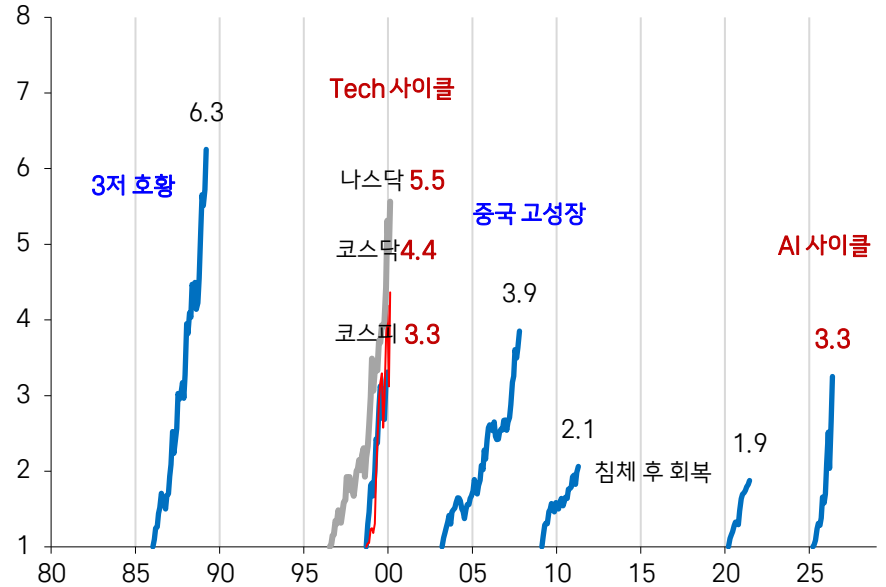


한국증시, 대만/미국 수준으로 상승

- 추론시대 Memory Wall이 가시화되면 이익 급증
- 이익 증가폭은 엔비디아/TSMC의 초기 성장을 뛰어 넘어

코스피 저점대비 3.3배 상승

(배수)

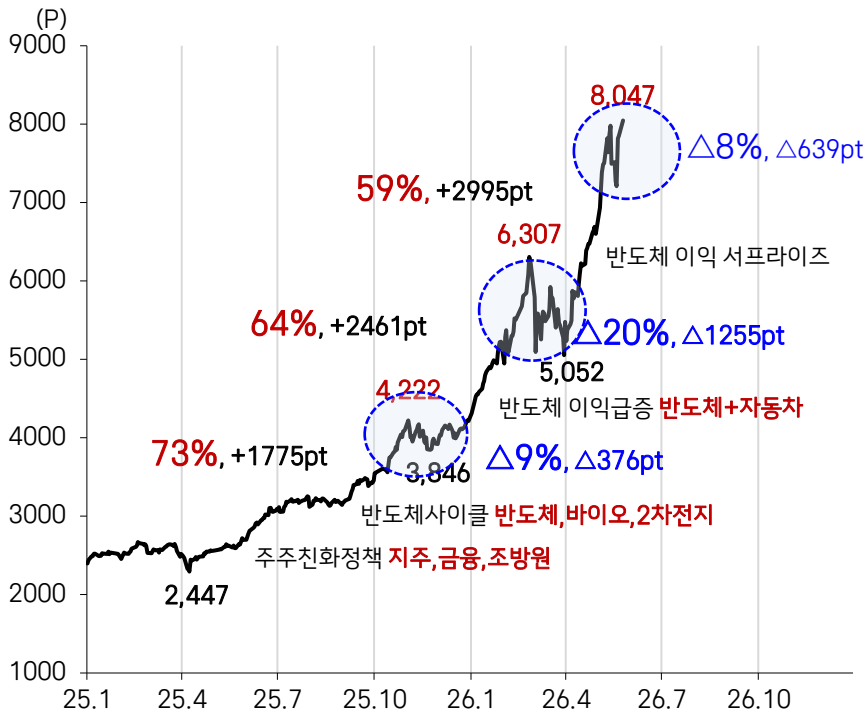


90년대후반 Tech 사이클과 유사한 속도

- 당시 코스닥은 4.4배, 나스닥은 5.5배 상승
- Tech 버블과 비교시 주가의 단기 상승 속도는 매우 강한 편

국내주식 : 코스피 상승 동력 및 추세 점검 (단기 과열권 진입)

코스피의 상승 추세 점검



저점대비 60% 상승 이후 주가는 1~2개월 정체

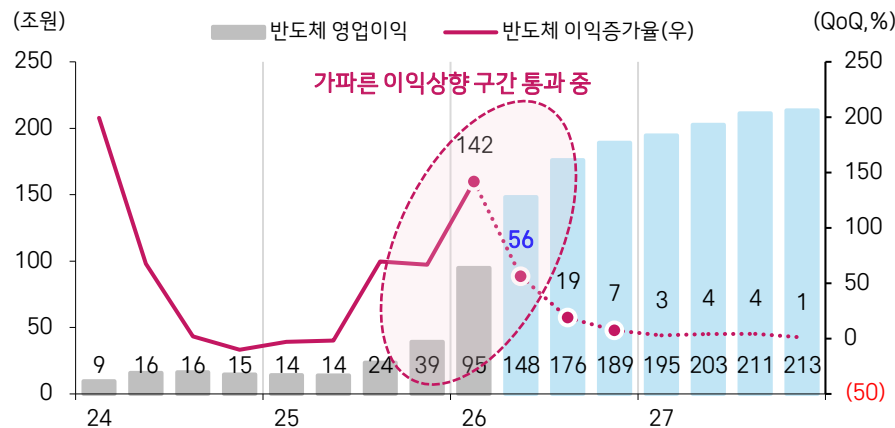
- 상반기 주가 동력은 반도체 이익상향, 하반기는 이익 안정화
- 이익 안정성 확인 후 PER 10배를 향해 (현재 8.4배)

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

압도적 이익 상향이 주가 상승 이끌어



이익안정성 확인 → 적정 멀티플로 (PER 10배)

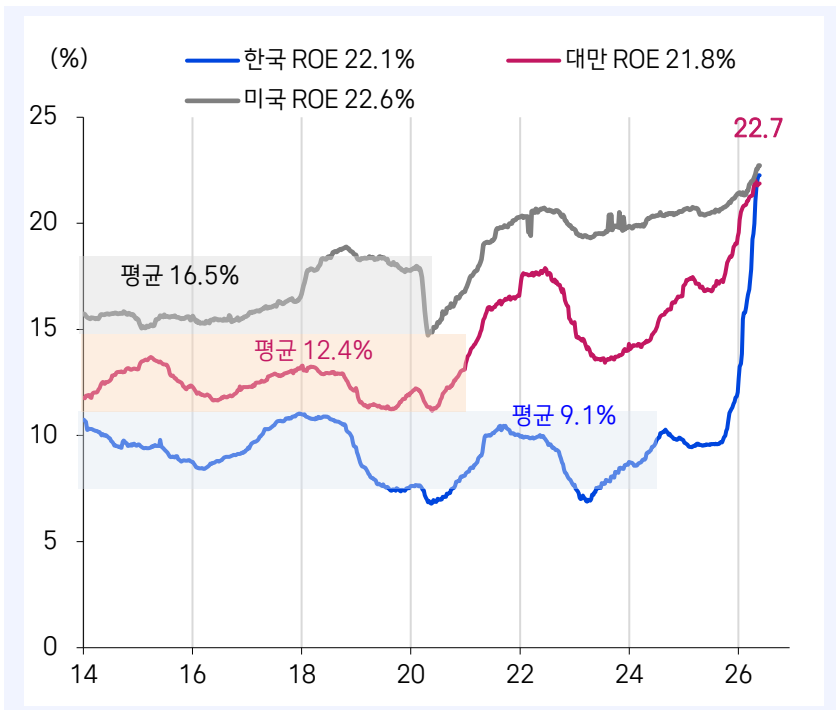


30 자료: Quantiwise, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

국내주식 : 이익 안정화로 멀티플(PER) 상승 가능

한국 기업 수익성 급격한 개선

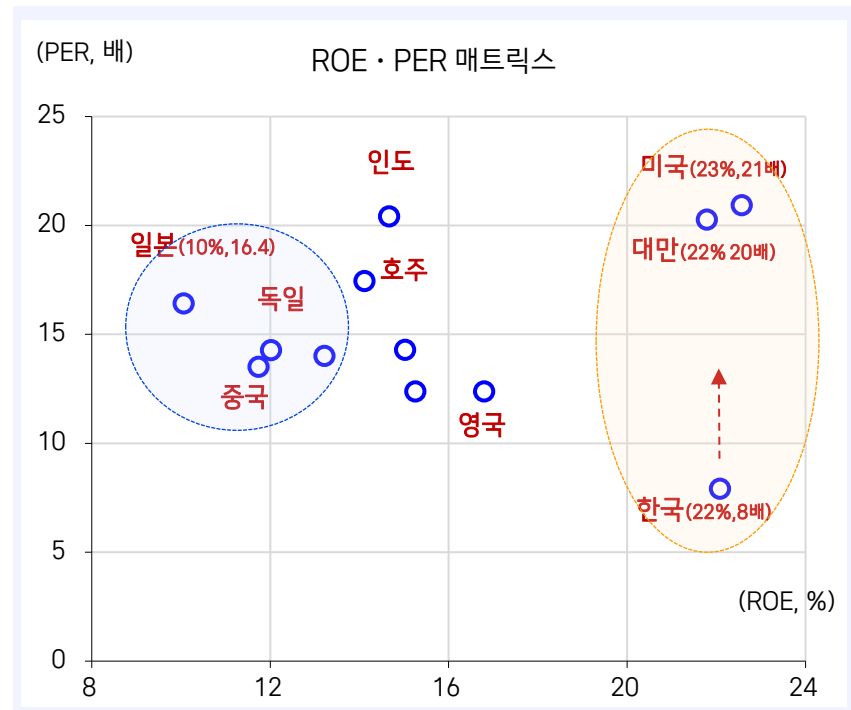
- 코스피 ROE 반도체 호황에 힘입어 미국, 대만 수준으로 상승
- 문제는 지속가능성 : 과거 D램 경기순환적 이익 급변동
- 내년까지의 마진율 감안시 20%이상의 ROE 유지 가능



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.26일 기준

밸류에이션은 저평가

- ROE · PBR/PER 매트릭스로 보면, 한국은 높은 ROE에도 불구하고, 멀티플 승수는 낮게 형성 (이익변동성 우려)
- 하반기 현 ROE 유지되면서 밸류에이션 확장 가능 (PER10배)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.26일 기준

(참고) 코스피 업종 구성과 수익률 : 반도체로 쏠림 심화

코스피 95% 상승의 기여율 : 반도체 71% + 산업재 13% + 자동차 4% + 금융 3%

코스피	(% , 조원) 26.5.25일 기준	시가총액 비중 (%)	'26년 수익률		'26년 영업이익 예상			'27년 영업이익 예상		
			기여율		증가율 (%)	증분	증가율 (%)	증분		
코스피		6,727조	95.3%	100%	909조	202%	608조	1,143조	26%	234조
정보기술		60.3	186	78.2	619	559	525	813	31	193
(반도체)		53.4	190	71.3	607	597	520	793	31	185
삼성전자		29.0	156	35.9	352	737	310	444	26	92
하이닉스		23.8	245	34.6	255	473	210	348	37	93
산업재		16.3	63	12.7	100	62	39	120	19	20
(방산/지주)		7.1	95	7.3	66	118	36	79	19	13
(원전/기계)		3.8	69	4.3	8	38	2	10	28	2
(조선)		3.4	26	1.4	24	57	8	27	17	4
(건설)		0.9	76	1.0	6	26	1	7	23	1
(운송)		1.1	6	0.2	5	-5	0	8	47	3
금융		6.8	30	3.4	64	20	11	66	4	3
에너지		1.6	72	1.3	21	246	15	20	-6	-1
소재		2.8	23	1.0	12	77	5	17	42	5
경기소비재		6.3	58	4.5	43	9	3	48	12	5
건강관리		2.5	-8	-0.8	6	25	1	7	20	1
필수소비재		0.9	11	0.0	7	16	1	7	10	1
통신		1.9	-7	-0.3	12	22	2	14	13	2
유틸리티		0.6	-7	-0.1	15	-21	-4	18	20	3

반도체 (시총 비중 53.4%)
 영업이익 580조 (비중 68%)
 이익증익 +493조 (비중 87%)
 수익률 +127% (기여율 +63%p)

산업재 (시총 비중 16.3%)
 영업이익 100조 (비중 12%)
 이익증익 +39조 (비중 7%)
 수익률 +68% (기여율 +18%p)

금융 (시총 비중 6.8%)
 영업이익 62조 (비중 7.1%)
 이익증익 +8조 (비중 1.5%)
 수익률 +39% (기여율 +5%p)

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.27일 기준

(참고) 코스닥 업종 구성과 수익률 : 코스닥도 IT 쏠림

코스닥 22% 상승의 기여율 : IT 80% + 기계 13% + 화학 6%

(%,십억) 26.5.26일 기준	시가총액 비중(%)	'26년 수익률		'26년 영업이익 예상			'27년 영업이익 예상		
		기여율	기여율	(십억원)	증가율(%)	증분	(십억원)	증가율(%)	증분
코스닥	649조	22.4%	100%	10,202	73%	5,662	18,116	35%	4,721
정보기술	42.1	64	81	5,096	96	3,221	9,507	45	2929
(반도체)	21.2	91	49	3,132	100	2,009	5,689	42	1674
(하드웨어)	8.8	68	18	912	247	789	1,895	71	787
(IT가전)	7.0	46	12	238	263	306	692	64	269
건강관리	27.2	-8	-5	1,643	56	720	3,093	53	1077
산업재	13.2	38	18	757	69	410	1,535	53	529
(기계)	8.5	39	13	483	118	355	1,009	54	352
경기소비재	5.1	0	0	889	29	269	1,415	18	219
소재	5.1	38	6	250	40	93	382	19	60
(화학)	4.2	43	6	190	51	81	278	16	38
통신	3.3	-24	-5	1,145	87	727	1,599	2	32
금융	1.7	38	3	86	78	70			
필수소비재	1.2	-13	-1	185	13	41	382	6	22
에너지	1.0	19	1	146	133	105	196	7	12
유틸리티	0.0	25	0	6		6	7	30	2

코스닥 상대적 부진

높은 밸류에이션 예상PER 29배

(코스피 8.1배)

건강관리 45배, 반도체 28배

→ 반도체 설비투자의 후행 효과

감안시 지수 전체보다

장비/부품 업체로 선별 필요

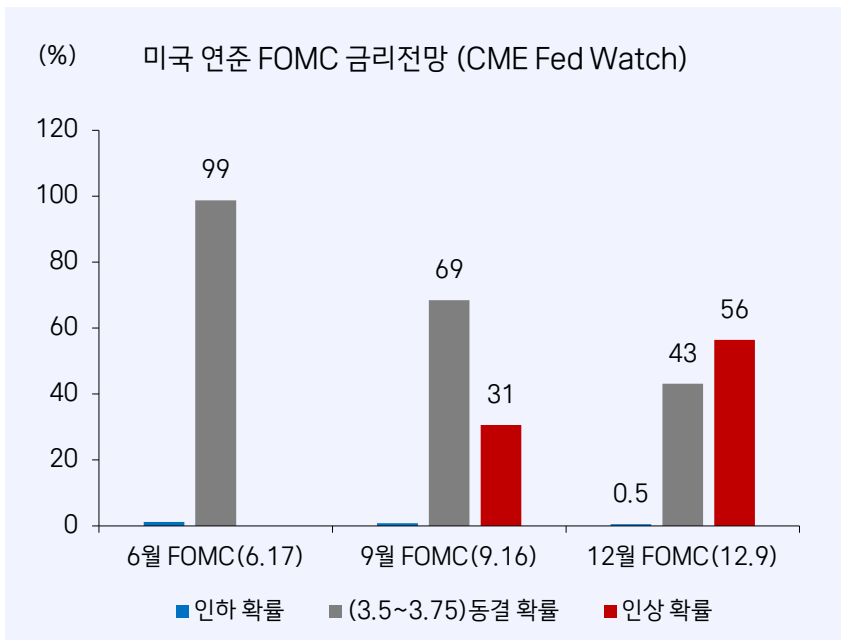
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.27일 기준

미국 금리 여건 : 고유가 지속으로 금리인상을 반영하기 시작

CME FED 워치 (인상확률 급등)

Chicago Mercantile Exchange에서 거래되는 미국 기준금리 선물 기반 인하 확률

- 기준금리 선물은 연말 인상 확률 급격히 상승. 인상확률 56%
- 9월 인상 확률도 31%로 상승
- 인상확률 상승 반영하여 시중금리 상승

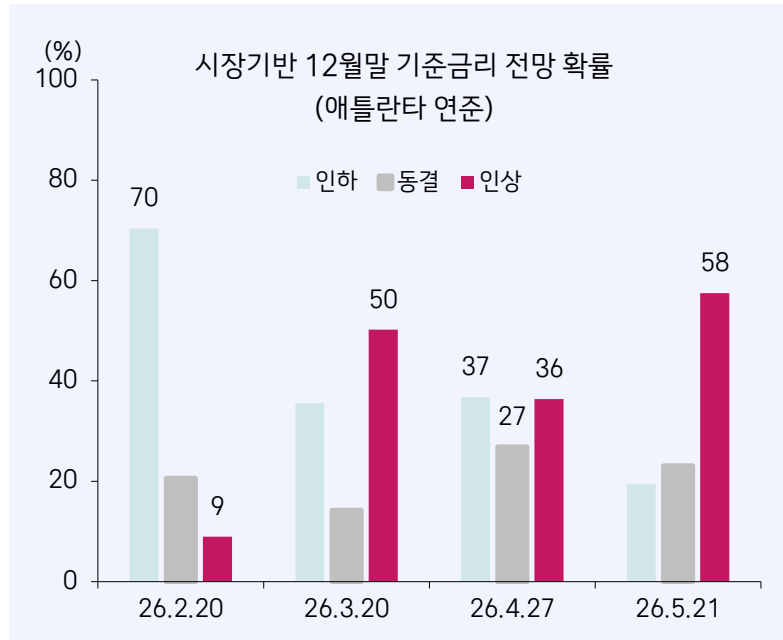


자료: CME Fed Watch, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.27일 기준

애틀란타 연준 (인상확률 상승)

SOFR(Secured Overnight Financing Rate) 옵션기반 기준금리 확률
*SOFR금리 선물 옵션에 내재된 변동성과 Skew를 역산하여 시장참여자들이 베팅한 26년 12월 확률분포를 도출

- 옵션에 반영된 전망은 인상으로 점차 기울고 있음
- 4월 낮아졌던 인상 확률은 재차 상승해 58% 기록



자료: 애틀란타 연준, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.21일 기준

미국 금리 여건 : 금리 결정요인

일반적인 금리 결정 요인

① 물가 (기준 : 물가안정 목표 2%) 미국 CPI 4월 +3.8%

· 코로나 이후 물가수준 상승 후 중앙은행의 최우선 목표

* '10~'19년 CPI 평균 1.8% → '20년 이후 3.9% (최고 9.1%)

특히, 고물가수준과 변동성 확대로 물가 대응 중요도 ↑

(미국) 평균물가제 도입으로 '21년 하반기 인플레 초기대응 실패

* '21년 물가 상승 초기 (1.4% → 7%), 일시적 물가상승 판단으로 금리인상 실기

② 성장률/고용 (잠재성장률 미국 2.0%) 1분기 2.0% 성장

· 성장을 저해하지 않는 최적 균형점을 찾는 것이 핵심

· 고용 평균 레벨이 낮아지면서(채용/해고 모두 정체)

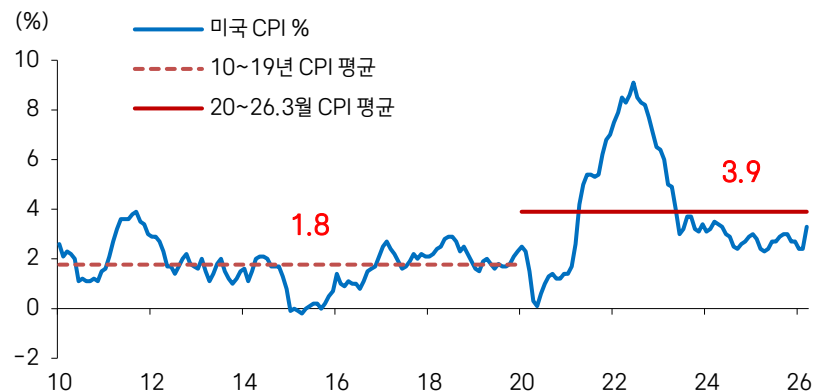
상대적 중요도 하락 * 미국 신규고용 과거 월18만→現 7만

③ (미국) AI 생산성 (고용 둔화 ↔ 성장률 개선)

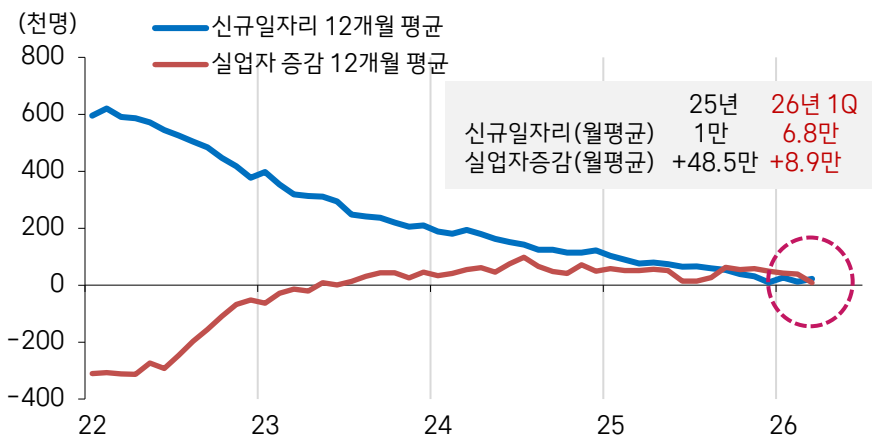
· AI로의 빠른 전환은 일자리 감소를 유발 * 메타 10% 감원 등

· 장기적으로는 새로운 수요창출로 잠재성장률 제고에 기여

물가 : 물가 레벨업, 변동성 확대



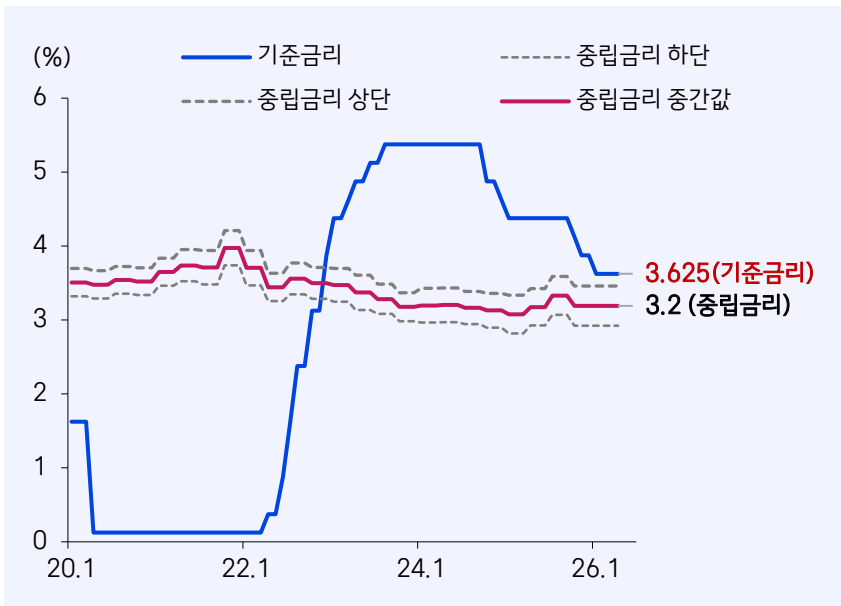
미국고용 : 특이한 균형 (저채용, 저해고)



미국 금리 전망 기준금리 전망과 10년 국채 적정수준

미국, 중립금리 범위보다 높아

뉴욕연은 추정 중립금리 2.9~3.5% (현 기준금리 3.625)



- 성장률 : 중동 전쟁 후 성장률 전망 하향 (2.6→2.1%)
 - 물가 : 고유가 영향으로 물가전망 상향 (2.5→3.3%)
 - 금융 : AI 영향 (고용 감소 ↔ 생산성 개선/물가안정)
- **현 금리 제약적 수준으로 금리동결 기조 지속 예상**

자료: 뉴욕연준 추정, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국, 기준금리 동결 예상 (3.75%)

- 고유가 장기화 되면서 인플레 우려 지속(연준 신중한 스텐스)
 - 연준의장 교체, 소비/고용 여건 감안시 인상 가능성은 낮아
 - 중동 종전 지연으로 시중금리는 인상을 반영하며 4.5%대 진입
- **물가 일시적 요인 존재하는 만큼 동결기조로 대응 예상**
미국채 10년 4.0~4.9% 등락, 연말 4.4% 예상

기준금리 (현 3.75%)	기준금리	10년 금리 하단 예상	미국채10년 변동 4.3~4.6% 범위 등락 중 기준금리 선물시장은 인상을 반영 중
1회 인상	4.0	4.3	
동결	3.75	4.1	
1회 인하	3.5	3.8	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.26일 기준

한국 금리 여건 : 금리 결정요인

일반적인 금리 결정 요인

① 물가 (기준 : 물가안정 목표 2%) CPI 4월 +2.6%

- 코로나 이후 물가수준 평균 1%p 상승
* '10~'19년 CPI 평균 1.7% → '20년 이후 2.7% (최고 6.3%)
- 미국 대비 물가 상승 폭은 낮은 편 (유가보조금 등 정책대응)
- 2분기 물가 상승 예상(기저효과 + 고유가), 연 평균 2.5% 내외

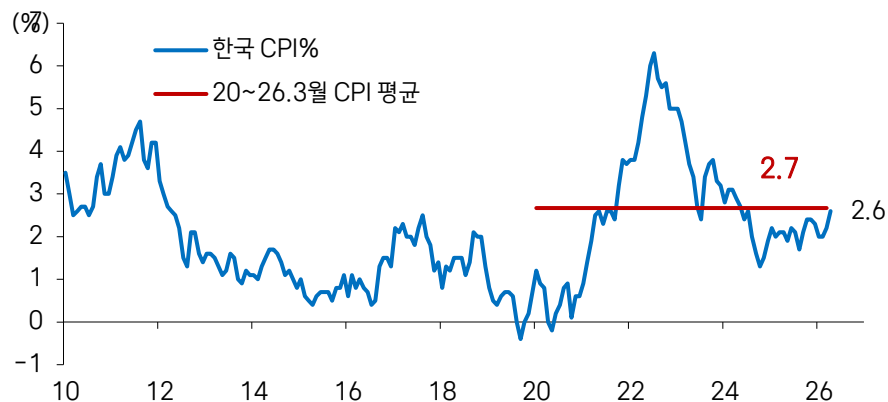
② 성장률/고용 (잠재성장률 1.8%)

- 잠재성장률은 하향 추세이나 '26년 성장률 큰 폭 상회 예상
수출 호조 속 설비투자 회복 (성장률 2.5% 예상)
- 신규 고용은 증가하나 핵심층 신규고용은 여전히 부진

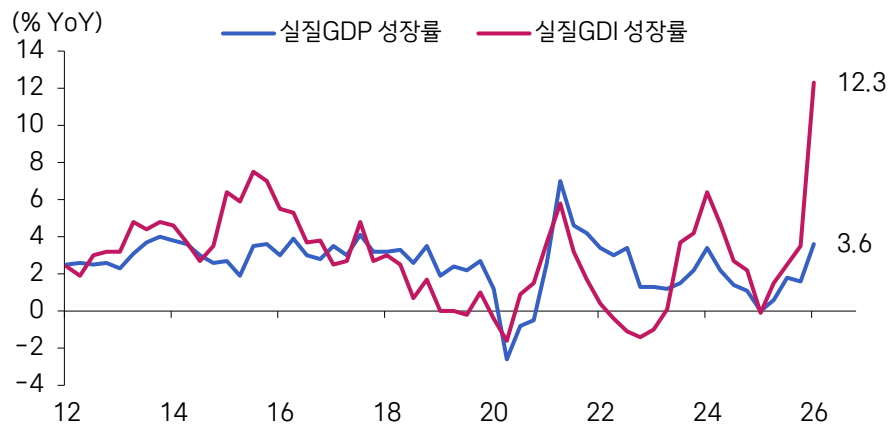
③ 금융 안정 (환율, 부동산 안정)

- 한국은 물가/성장 외, 금융안정도 금리결정의 주요 요인
- 특히 인하 제약요인으로 작용, 타국대비 기준금리 변동 제한
- 주요국 인하폭 : 미국 1.75%p, 유로존 2.0, 한국 1.0

물가 경로 : 2분기 3% 진입



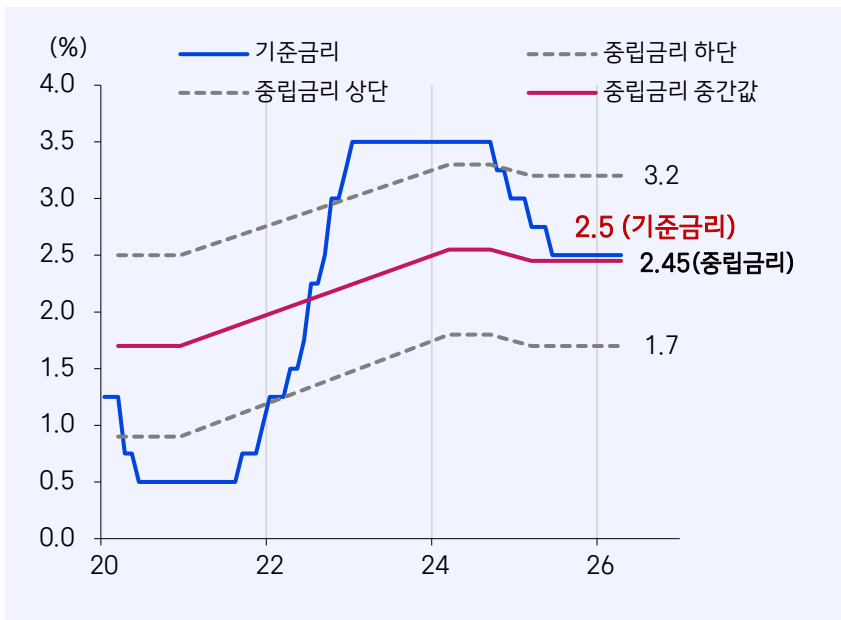
1분기 성장률 서프라이즈



한국 금리 전망 기준금리 전망과 10년 국채 적정수준

한국, 중립금리 범위 중간에 위치

한국은행 추정 중립금리 1.8~3.3% (현 기준금리 2.5)



- 성장률 : 1분기 성장률 호조로 성장률 상향(2.5%)
 - 물가 : 중동전쟁 여파로 물가전망 상향 (2.5%)
 - 금융 : 부동산 가격 상승 재개, 금리인상 요인
- 금리 인상 예상 (2회, 2.5 → 3.0%)

자료: 한국은행 추정, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.26일 기준

한국, 금리인상 전망 (2.5 → 3.0%)

- 성장률 호조, 고물가, 부동산 가격 불안에 선제적 대응 필요
 - 최종 2회 인상하여 최종금리는 3.0% 예상
 - 2회 인상 반영, 10년 적정 하단은 3.9% 전후로 상향
- 기준금리 2회 인상시 10년국고채 적정수준은 3.9%전후
현재 10년 국고채 4.0%는 2회 인상을 반영하고 있음

기준금리 (현 2.5%)	기준금리	10년 금리	국고채10년 적정수준 하단 3.9% (3.8~4.5%)
3회 인상	3.25	4.1	
2회 인상	3.0	3.9	
1회 인상	2.75	3.7	
동결	2.5	3.5	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.26일 기준

원/달러 환율 추이 및 전망

원/달러 환율 1,440원(1.2일) → 1,427(2.24일) → 1,504(5.26일)



4월 이후 1,440~1,520원 등락 지속

- 대외 요인보다 외국인 주식매도 등 외환수급에 반응
- 3~5월 외국인 국내주식 510억달러 매도
- 경상수지 호조, 내국인의 해외투자 감소 등 환율 하락요인 감안시 1,500원 이상은 원화 저평가 영역
→ 현재 환율 박스권 상단, 하반기 점진적 하향 안정화 예상

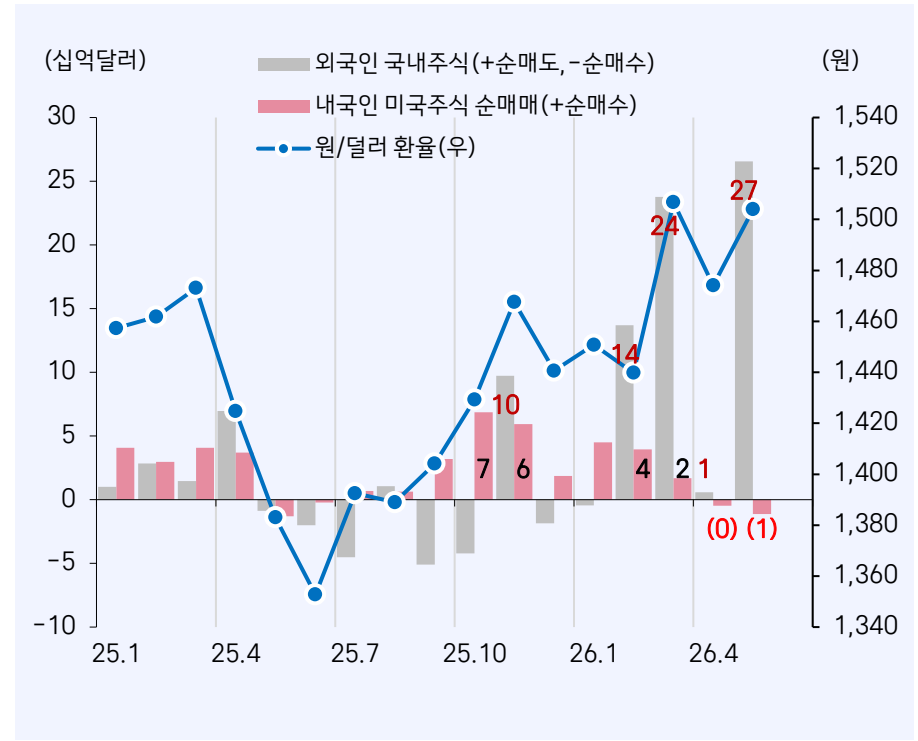
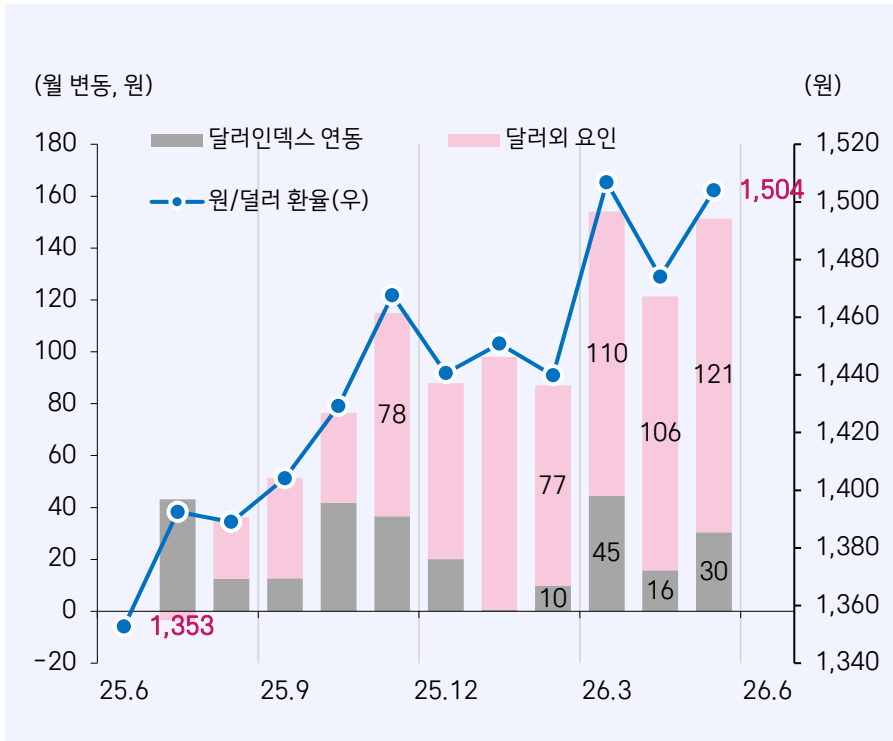
(기말 기준)	'25년	26.5월	전망치		
			26.2Q	26.3Q	26.4Q
달러화 지수 (p)	98.0	99.3	97	95	96
유로/달러 (유로)	1.17	1.16	1.18	1.19	1.18
달러/엔 (엔)	156.4	159.3	155	152	152
원/달러 (원)	1,439	1,504	1,450	1,430	1,420

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.27일 기준

(참고) 달러 영향력 축소, 외국인 주식 대규모 매도 영향 확대

지난 1년 원/달러 변동 : 1,353→1,504원 +151원 변동 (달러요인 30원 + 달러외요인 121원)

특히 3월 이후 외국인 대규모 순매도(510억달러)가 환율 상승 압력으로 작용



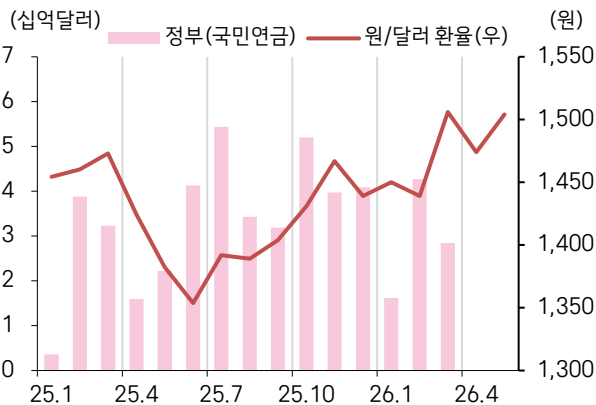
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.26일 기준

외환 시장 모니터링 : 외국인 매도로 상승, 경상수지/대외투자는 양호, 1500원 이상은 원화 저평가 영역

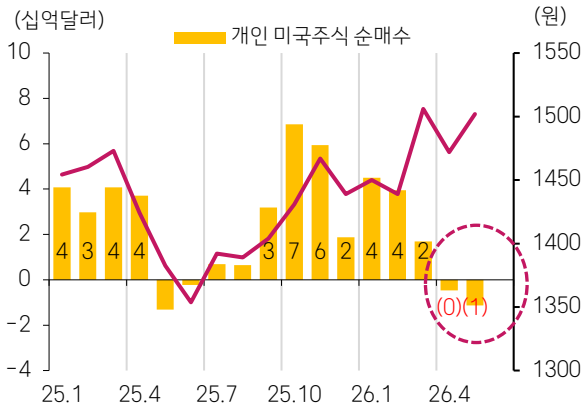
국민연금 해외주식 투자 감소(외환스왑)

(25년)
대외순투자
\$1243억
≡
경상수지
\$1231억

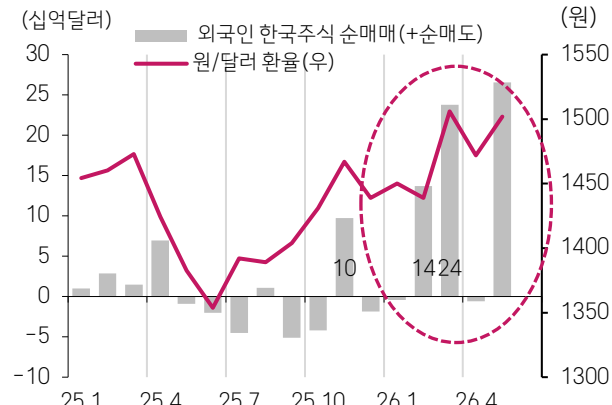
+
환율상승
인
외
환



개인 미국주식 순매수: 3월 급감

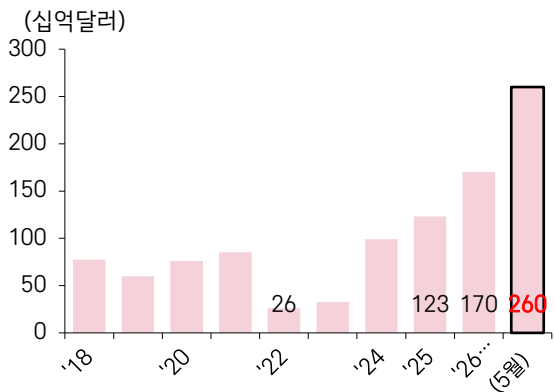


외국인, 한국주식 사상 최대 매도

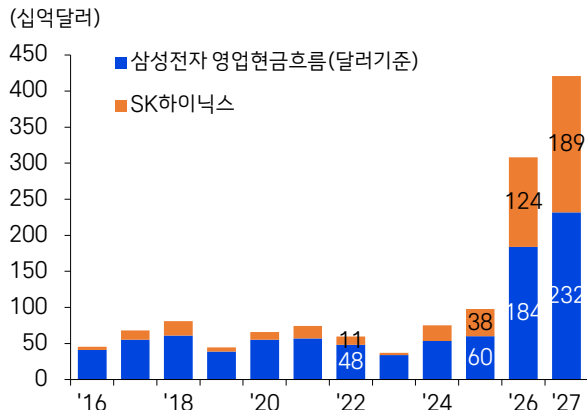


반도체 호조로 경상수지 상향 예상

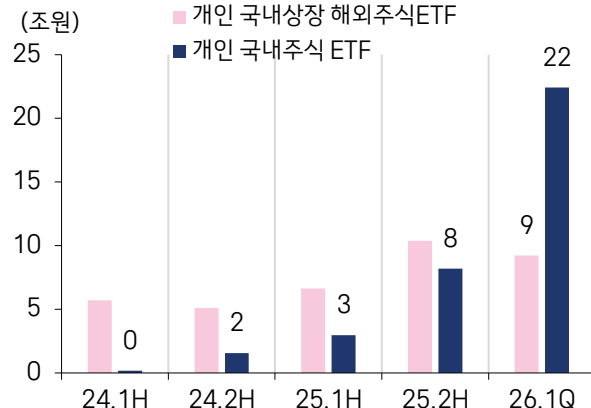
환율하락
인
외
환



반도체 영업현금흐름(달러유입 flow)



국내주식 ETF 선호 강화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.26일 기준

하반기 하우스뷰

매크로 현황

미국/유럽 성장률 하향 조정, 한국 성장률 서프라이즈

주요 지표		'23년	'24년	'25년	'26년 추이					comment	잠재성장률 / 컨센서스
					26.1월	2월	3월	4월	5월		
성장률	미국 경제성장률	2.9%	2.8%	2.1%	2.4%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	중동전쟁 이후 성장률 소폭 하향 조정(물가 및 재정부담)	2.0%
	유로존	0.4%	0.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%	성장률 소폭 하향(중동 에너지 의존도, 긴축우려)	1.2%
	일본	1.5%	△0.2%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	3분기 역성장 후 4분기 회복 예상(기업 체감경기 회복)	0.5%
	중국	5.4%	5.0%	5.0%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	수출 등 일부지표 개선세, 부동산 투자 및 가계 디레버징은 지속	4.1%
	한국	1.4%	2.0%	1.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.5%	한국 성장률 서프라이즈 전년동기비 +3.6%, 전기비 +1.7%	1.8%
물가	미국 CPI (기말)	3.4%	2.9%	2.7%	2.4%	2.4%	3.3%	3.8%		5월 물가 4% 상회 예상 (2분기 정점 기록 예상, 연평균 3.3%)	
	미국 Core PCE	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	3.0%	3.2%			4월 3.3% 예상. 유가외에도 전자제품 가격 상승 영향	
	유로존 CPI	2.9%	2.4%	2.0%	1.7%	1.9%	2.6%	3.0%		에너지 가격 급등세로 3%대 물가 진입	
	일본 CPI	2.6%	3.6%	2.1%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%		식품물가 전년비 높은 기저, 에너지 보조금 정책으로 예상 하회	
	중국 CPI	△0.3%	0.1%	0.8%	0.2%	1.3%	1.0%	1.2%		유가 상승으로 3월 물가 추가 상승 예상	
	한국 CPI	3.2%	1.9%	2.3%	2.0%	2.0%	2.2%	2.6%		유가 영향 본격화, 석유 최고가격제 등 정책대응이 일부방어	
통화정책	미국 기준금리	5.5%	4.5%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	전쟁 장기화로 연말 금리인상 확률은 50% 수준으로 상승	3.5%
	유로존 기준금리	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	물가내 에너지 비중 높아 금리인상 확률 크게 상승	2.5%
	일본 기준금리	△0.1%	0.25%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	4월 금리동결, 반대 3표로 6월 금리인상 가능성 높아져	1.0%
	중국 대출금리(5y)	4.2%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	통화정책 보다 재정정책 활용도 높아져(이구환신 등)	
	한국 기준금리	3.5%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	하반기 금리인상으로 시장 컨센 변화	2.75%
	QT(연준자산, \$조)	\$7.80	\$6.90	\$6.58	\$6.58	\$6.61	\$6.66	\$6.70	\$6.73	4월 이후 지준관리목적 단기채 매입 정책 종료 예상	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5.26일 기준

매크로 하우스뷰

한국 성장률 추가 상향 가능, 미국 성장률은 정체

		실적			Bloomberg 연말 컨센서스	↔ 당사 House view
		'23년	'24년	'25년	'26년 (1월말→현재)	
① 年성장률	미국	2.9%	2.8	2.1	2.5→ 2.1	2.2% 유지 (건조한 소비 + 투자 확대)
	한국	2.8%	1.4	1.0	2.0→ 2.5	2.5% 전망 (반도체 호황 + 설비투자 상향)
② 물가 (평균)	미국	4.1%	3.0	2.7	2.7→ 3.5	연평균 3.1% 예상 (2분기 4% 초반 기록 후 둔화)
	한국	3.6%	2.3	2.1	2.0→ 2.6	연평균 2.5% 예상 (2~3분기 3% 일시 돌파)
③ 기준금리	미국	5.5%	4.5	3.75	3.1→ 3.6	3.75% 동결 의견 유지 (2분기 물가 반등)
	한국	3.5%	3.0	2.5	2.35→ 2.75	2회 인상으로 변경 (물가/부동산 선제 대응)
④ 금리 10년국채	미국	3.86%	4.6	4.1(Δ0.5)	4.5%(현재)	4.0~4.9% 밴드, 3분기 연중 고점 형성 후 완만한 하락
	한국	3.18%	2.9	3.4(+ 0.5)	4.1%(현재)	2회 금리인상 반영한 10년 적정수준 하단은 3.9%
⑤ 기업이익 연간 증가율	미국	0.9%	9.6	12.8	15.1→23.5	기업이익 상향(에너지, Tech 주도)
	한국	Δ21.4%	52.5	26.4	88→224	4월 실적 발표 후 순이익 210조 상향 (반도체 서프라이즈)
⑥ 환율	\$Index	101.3	107.9	98.8	96.7(현재 99)	미국 패권 약화, 점진적 하락 예상
	원달러	1,291	1,479	1,439	1,444 (현재 1,504)	달러강세 진정되며 원/달러 하락 반전. 점진적 하락 예상

자료: Bloomberg 컨센서스, Refinitiv, Fnguide, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 5.27일 기준

House View 금융시장 환경 및 투자전략

• 금융시장 환경

(매 크 로) 반도체 호조로 한국, 대만 성장률 상향세, 미국 성장률은 정체
 (통화정책) 한국, 유로존 금리인상 예상, 미국은 동결기조 유지
 (AI사이클) 추론 서비스 본격 확장 국면 : AI서비스의 매출 및 가격정책 주목
 (리 스 크) 빅테크 투자 위축 : 미국 10년금리 5% 돌파, AI서비스 매출 둔화

하반기에도 AI 사이클 노출도가 중요

국가별 AI 노출도
 핵심 병목 + 효율화/신기술

채 권 중립

금리인상 개시
 금리 상승압력 지속

국 가
 한국/미국

확장 : 일본

섹 터
 반도체/산업재
 Tech내 확장

AI사이클
 온디바이스
 ESS
 반도체 장비

환 율
 박스권 대응

1,500원 이상은
 원화 저평가 영역

투자전략

• AI 사이클에 대한 노출도 유지

(국가) 한국, 미국 (확장시 대만, 일본)

(섹터) 반도체, 전력, 기계 등 AI 병목 섹터 유지

• 테마 전략

(AI사이클) 광통신(네트워크), 휴머노이드(로봇)
 온디바이스, 반도체 장비

(대형IPO) 나스닥100 + 빅테크(아마존, 구글, MS)

(에너지안보) ESS(에너지저장), SMR, 조선

(주주환원 확대) 국내 고배당, 지주, 주주환원

• 채권 : 금리 상승압력 지속 단기채 중심 대응

• 환율 : 1,400~1,530원 박스권 등락 예상

House View (자산시장 뷰)

- 주식 (비중확대): AI 수요 확대에 따른 AI 인프라 병목 현상 지속. 기술발전에 따른 쏠림현상. 한국과 미국 증시, 빅테크 비중 확대 유지
- 채권 (중립): 미국 기준금리 연내 동결. 한국 하반기 인상 사이클 시작 전망. 인플레이에 연동된 금리 상승 압력. 투자의견 중립 유지

자산군		실제치			26년				3개월 전망	12개월 전망
		23년	24년	25년	2월	3월	4월	5월		
채 권										
국내 채권	한국 국채 10년 금리	3.18	2.87	3.39	3.45	3.88	3.92	4.11	Neutral	Neutral
	한국 크레딧 spread (AA-)	74	68	51	60	63	65	61	O/W	O/W
해외 채권	미국 국채 10년 금리	3.88	4.57	4.17	3.94	4.32	4.37	4.48	Neutral	Neutral
	회사채 spread(BB 미국 IG)	322	329	355	360	353	354	356	Neutral	Neutral
	하이일드 spread(BB 미국HY)	248	268	291	293	290	295	296	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	569	605	689	700	675	694	697	Neutral	U/W
주 식										
선진국	미국 (S&P500)	4,770	5,882	6,846	6,879	6,529	7,209	7,520	O/W	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	4,521	4,896	5,791	6,138	5,570	5,882	6,071	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	2,366	2,785	3,409	3,939	3,498	3,727	3,918	Neutral	O/W
신흥국	중국 (상해종합)	3,431	3,935	4,630	4,711	4,450	4,807	4,908	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	21,731	23,645	26,130	25,179	22,331	23,998	23,907	Neutral	O/W
국내	국내 (코스피)	2,655	2,399	4,214	6,244	5,052	6,599	8,229	O/W	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		226	239	276	308	344	358	345	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2,772	2,817	3,021	3,300	3,047	3,314	3,341	O/W	O/W
원/달러 환율 (기말)		1,288	1,472	1,440	1,440	1,519	1,477	1,499	1,400	1,430

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 CS센터 : 1533-0300 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]